

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LES BOURSES EN ÉGYPTÉ

HISTORIQUE

ÉTAT ACTUEL - RÉORGANISATION

PAR

M. ZAKI ABD EL-MOTAAL

MEMBRE DE LA MISSION ÉGYPTIENNE

DIPLOMÉ ÈS-SCIENCES JURIDIQUES, POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES

DIPLOMÉ DE L'INSTITUT DE CRIMINOLOGIE DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LAURÉAT DE LA FACULTÉ DE DROIT DU CAIRE

(PRIX DE L'ORDRE DES AVOCATS, 1924)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC POUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu et présenté le samedi 14 juin 1930, à 14 heures

Président : M. DEMOGUE, Professeur.

Suffragants { MM. NIBOYET, Professeur,
MAUNIER, Professeur.

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT & DE JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et C^{ie} et ancienne Librairie F. Pichon réunies

R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS

Librairie du Conseil d'État et de la Société de Législation comparée

20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR^e)

1930

LES BOURSES EN ÉGYPTE

**La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation
aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être
considérées comme propres à leurs auteurs.**

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LES BOURSES EN ÉGYPTÉ

HISTORIQUE

ÉTAT ACTUEL - RÉORGANISATION

PAR

M. ZAKI ABD EL-MOTAAL

MEMBRE DE LA MISSION ÉGYPTIENNE

DIPLÔMÉ ÈS-SCIENCES JURIDIQUES, POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES

DIPLÔMÉ DE L'INSTITUT DE CRIMINOLOGIE DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LAURÉAT DE LA FACULTÉ DE DROIT DU CAIRE

(PRIX DE L'ORDRE DES AVOCATS, 1924)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC POUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu et présenté le samedi 14 juin 1930, à 14 heures

Président : M. DEMOGUE, Professeur.

Suffragants { MM. NIBOYET, Professeur,
MAUNIER, Professeur.

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT & DE JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et C^{ie} et ancienne Librairie F. Pichon réunies

R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS

Librairie du Conseil d'État et de la Société de Législation comparée

20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR^t)

1930



BIBLIOGRAPHIE

I

OUVRAGES GÉNÉRAUX

- AFTALION. — *Les crises périodiques de surproduction*. 2 vol., Paris, 1913.
- BELTJENS (G.). — *Encyclopédie de droit commercial belge*, 2^e éd., revue par Mechelinck, Bruxelles, 1910-1912.
- COLSON (Clément). — *Cours d'économie politique*, édition définitive en 4 vol., Paris, 1927.
- CURTI (Arthur). — *Manuel de droit civil et commercial anglais*, 3 vol. (t. II. Droit commercial), Paris, 1929.
- DEPPING. — *Histoire du commerce entre le Levant et l'Europe*, 2 vol., Paris, 1830.
- ESMEIN (A.). — *Études sur les contrats dans le très ancien droit français*, Paris, 1883.
- FERRERO (G.). — *Grandeur et décadence de Rome*, 6 vol., traduction française par Mengin Urbain, Paris, 1906.
- GERMAIN-MARTIN. — *Les banques de dépôts et les banques d'affaires* (Cours de Doctorat, 1927-1928).
- GIDE (Charles). — *Cours d'économie politique*, 2 vol., 10^e éd., Paris, 1929-1930.
— *Principes d'économie politique*, 25^e éd., Paris, 1926.

- HOYNE (Thomas Temple). — *Speculation, its sound principles and rules for its practice*, Chicago, 1922.
- JANNET (Claudio). — *Le capital, la spéculation et la finance au XIX^e siècle*, Paris, 1892.
- JEVONS (Stanley). — *La théorie de l'économie politique*, traduction française par Barrauet (H. E.) et Alfasse (Maurice), Paris, 1909.
- LACOUR (Léon) et BOUTERON (Jacques). — *Précis de droit commercial*, 4 vol., 3^e éd., Paris, 1925-1929.
- LEGARET (G.). — *Histoire du développement du commerce depuis la chute de l'Empire romain jusqu'à nos jours*. Paris, 1927.
- LYON-CAEN (Ch.) et RENAULT (L.). — *Traité de droit commercial*, 9 vol., 5^e éd., Paris, 1921 et s.
- *Manuel de droit commercial*, 15^e éd. (avec André Amiaud), Paris, 1928.
- MARSHALL (Alfred). — *Industry and trade*, London, 1919.
- MASSON (Paul). — *Histoire du commerce français dans le Levant au XVIII^e siècle*, Paris, 1911.
- PERCEROU (J.). — *Droit commercial* (Cours 1927-1928).
- PERREAU (Camille). — *Cours d'économie politique*, 2 vol., 4^e éd., 1925-1928.
- PIGEONNEAU (H.). — *Histoire du commerce de la France*, 2 vol., Paris, 1885.
- REBOUD (P.). — *Précis d'économie politique*, 2 vol., Paris, 1927.
- SAVARY (Jacques). — *Dictionnaire universel du commerce*, 3 vol., Paris, 1741.
- *Le parfait négociant*, 2 vol., Paris, 1757-1770.
- THALLER (E.) et PERCEROU (J.). — *Traité élémentaire de droit commercial*, 7^e éd., Paris, 1925.
- TRUCHY (Henri). — *Cours d'économie politique*, 2 vol., Paris, 1929.
- WAHL (Albert). — *Précis théorique et pratique de droit commercial*, Paris, 1922.
- *Droit commercial* (Cours 1926-1927).

II

DROIT DE LA BOURSE EN ÉGYPTÉ (1)

I. — COMMENTAIRES :

- ALLEMANN (Fritz). — *Buts et activité de « l'Alexandria General Produce Association »*. Brochure 8 pages. (Congrès de la Fédération des Associations patronales des Filateurs et Manufacturiers de Coton. Égypte, 1927.)]
- ARMINJON (Pierre). — *La situation économique et financière de l'Égypte*, Paris, 1911.
- La crise financière égyptienne actuelle. (*Revue des Deux Mondes*, septembre, 1907.)
- Le Code civil et l'Égypte (publié dans le livre du Centenaire du Code civil, 1904, 2 vol.).
- Les enseignements de la crise financière égyptienne et le bilan économique de l'Égypte. (*Revue économique internationale*, février 1909.)
- BALLY. — *Le coton égyptien et la Bourse des marchandises d'Alexandrie*. Alexandrie 1913.
- BIAIS (Maximilienne). — L'Égypte vivante : Alexandrie. (*Correspondance d'Orient*, III, 1^{er} mars 1910.)
- BOUSTANI (J.). — *Guide des deux Bourses du Caire et d'Alexandrie*. Le Caire, 1907.
- CARAMANO (E.). — *Commentaires et suggestions pour servir au remaniement des règlements de la Bourse des marchandises à terme*. Alexandrie, 1922.
- CARVER (H.-B.). — *Système d'achat du coton à l'intérieur du pays et l'égrenage du coton*. Brochure 8 pages (Congrès de la Fédération des Associations patronales des Filateurs et Manufacturiers de coton. Égypte, 1927).

(1) Cf. *Bibliographie économique, juridique et sociale de l'Égypte moderne* (1798-1916), par M. René Maunier. Le Caire, 1918.

- CHÉRON (Albert). — De la réorganisation des Bourses en Égypte. (*Annales de droit commercial*, XXVI, 1913.)
- CRESSATY (le comte de). — *L'Égypte d'aujourd'hui*. Paris 1912.
- DAHAN (Charles). — La législation de la Bourse et des courtiers. (*Gazette des tribunaux mixtes*, I, 1910-1911.)
- ECONOMOU (G. D.). — *Quelques notices sur le marché cotonnier en Égypte*, Alexandrie, 1926.
- FERGUS. — Sur les courtiers. (*Le Progrès égyptien*, II, 27 février 1869.)
- GIRARD. — Mémoire sur l'agriculture, l'industrie et le commerce de l'Égypte (Description de l'Égypte, t. XVIII, Paris, 1821-1829.)
- GOLDSTEIN (Elwin). — *Recueil des renseignements concernant la Bourse des marchandises d'Alexandrie et la culture du coton en Égypte*. Alexandrie, 1927.
- IVRAY (Mme Jehan d'). — Marché au coton (*Le Lotus*, I, 8 novembre 1901).
- Journal des tribunaux mixtes*. — IV, n^{os} 10 et 11 juillet 1925 : « Les conditions du stage des courtiers à la Bourse des valeurs et les conditions du capital exigé. »
- VI. N^{os} 25 et 26 avril 1927 : « La réglementation des Bourses et la négociation des valeurs non cotées. »
- VI. N^{os} 6 et 7 juin 1927 : « Les réformes à l'étude dans le règlement de la Bourse des marchandises à terme. »
- KASTNER (H.). — Les règlements de la Bourse (*La Bourse égyptienne*, 28 septembre 1910).
- KERALLAIN (René de). — La situation économique et financière de l'Égypte. (*Revue générale du droit, de la législation et de la jurisprudence*, XXXVI, juillet-août 1912.)
- KHATIR (Mahmoud). — *La Bourse et la vente du coton*. Le Caire, 1914.
- La Bourse égyptienne*. — N^o du 31 janvier 1907 : « La Bourse réglementée. »
- N^o du 18 septembre 1910. « La Bourse et ses règlements. »
- La Finance égyptienne*. — X. N^o du 23 janvier 1915 : « La question de la réouverture de la Bourse des valeurs. »
- La Semaine commerciale et financière*. — N^{os} des 25 et 29 octobre 1899 : « Question du jour. Le marché financier. »
- Le Progrès égyptien*. — N^{os} des 19 et 22 janvier 1870 : « Le courtage à Alexandrie. »

- LEGRAND (F.). — *Les fluctuations des prix et les crises de 1907 et 1908 en Égypte*. (Thèse Nancy, 1909.)
- LÉVY (Edwin). — La Bourse des valeurs du Caire. (*L'Égypte contemporaine*, II, 1911.)
- POLIER' (Léon). — La Bourse d'Alexandrie et le marché des cotons égyptiens. (*Revue économique internationale*, IX, décembre 1912.)
- PUPIKOFER (Maxime). — *Le Code de commerce égyptien annoté*. Alexandrie, 1915.
- A propos des réformes législatives : D'une révision des règlements de la Bourse des marchandises à terme. (*Gazette des tribunaux mixtes d'Égypte*, XII, juin 1922.)
- ROUX (François-Charles). — *La production du coton en Égypte*, Paris 1908.
- La production du coton en Égypte. (*Revue économique internationale*, février 1909.)
- SOUCAIL (Bernard). — *Manuel de droit commercial égyptien*. Alexandrie, 1912.
- TEYMOUR (Hussein). — *La Bourse et le commerce du coton*, 2^e éd., Le Caire, 1917.
- De la nécessité d'une réforme de la Bourse du commerce d'Alexandrie. (*L'Égypte contemporaine*, VI, 1915, et *la Finance égyptienne*, X, Nos 10, 11, 12 et 15 : 6 mars, 13 mars, 20 mars et 10 avril 1915.
- VERCAMER (Em.). — *Étude historique et critique sur les jeux de Bourse et marchés à terme*, Paris-Bruxelles, 1903.
- *La question internationale des jeux de Bourse en Égypte*, Paris-Bruxelles, 1904.
- ZOHNI (Abd El-Salam). — *Le coton égyptien, son importance dans la vie sociale et économique de l'Égypte*. (Thèse Lyon, 1921.)
- *Le droit commercial*, Le Caire, 1927.

II. — DOCUMENTS :

- COMMISSION DE LA RÉFORME JUDICIAIRE (Internationale) 1904-1909 :
 Procès-verbaux de la Sous-Commission.
 Rapport de la Sous-Commission sur le projet de loi relatif aux marchés à terme.

Protocole n° 5 (17 juin 1907).

Requête du commerce d'Alexandrie au Président de la Cour d'appel mixte (le 16 avril 1902).

Lettre de M. Maurice Bellet, Vice-Président de la Cour d'appel d'Alexandrie, à M. le Ministre de la Justice (le 12 mai 1902).

Projet Vercamer.

COMMISSION MINISTÉRIELLE CHARGÉE D'EXAMINER LES RÉFORMES A INTRODUIRE DANS LES RÈGLEMENTS DE LA BOURSE DES MARCHANDISES A TERME, 1926-1927 :

Procès-verbaux des séances.

Rapport de la Commission à M. le Ministre des Finances.

COMMISSION DE LA BOURSE DES VALEURS D'ALEXANDRIE :

Amendements au règlement de la Bourse promulgué le 8 novembre 1909 (1910).

Amendements au règlement intérieur de la Bourse des valeurs d'Alexandrie, 1910.

Amendements à la loi n° 24 de 1909 portant modification du Code de commerce, ch. II, § 2, « Des Courtiers », 1911.

COMMISSIONS DE LA BOURSE DES VALEURS DU CAIRE ET D'ALEXANDRIE :

Amendements au règlement de la Bourse approuvé par décret du 8 novembre 1909 et modifié par décret du 25 avril 1910 (1911).

Amendements au règlement intérieur des Bourses des valeurs du Caire et d'Alexandrie, 1911.

COMMISSION DE LA BOURSE DES MARCHANDISES D'ALEXANDRIE :

Amendements à proposer au Gouvernement sur le règlement de la Bourse et le règlement intérieur et approuvés par les assemblées générales des courtiers en marchandises, qui ont eu lieu les 12 et 18 avril 1911.

Projet du règlement général et intérieur pour les Bourses des marchandises à terme, élaboré par un Comité d'études spécial désigné par la Commission de la Bourse, 1927.

COMMISSION DE LA BOURSE DES VALEURS DU CAIRE :

3^e projet d'un nouveau règlement général de la Bourse des valeurs, 1928.

MINISTÈRE DES FINANCES :

Note sur la situation des places du Caire et d'Alexandrie et moyen proposé pour y porter remède, le 22 mai 1907. (Archives : Dossier n° 128, Bourses. Questions générales, 1906-1908, 1/1.)

LORD CROMER. — Rapport sur l'Égypte et le Soudan en 1904 (traduction française).

CONSEILLER JUDICIAIRE AU MINISTÈRE DE LA JUSTICE. — Rapport des années 1903-1909.

SYNDICAT GÉNÉRAL AGRICOLE. — Note sur la situation du marché cotonnier en Égypte, le 31 décembre 1922. (Ministère des Finances, Archives, Dossier n° 128. Bourses. Questions générales, 1906-1908, 1/1.)

OFFICIAL REPORT of the visit of the delegation of the International Federation of master cotton spinners' and manufacturers' Associations to Egypt (October-November, 1912), and Report by the Secretary on his subsequent tour in the Anglo-Egyptian Sudan (November-December, 1921).

ANNUAIRE DES FINANCES ÉGYPTIENNES, 1907, 1908, 1909 et 1910 (la dernière parue).

DÉPARTEMENT DE LA STATISTIQUE GÉNÉRALE :

Joint Stock Companies operating Chiefly in Egypt, 31 décembre 1907.

Statistique des valeurs mobilières traitées à la Bourse du Caire, 1906-1907.

Statistique des Sociétés anonymes par actions, travaillant principalement en Égypte au 31 décembre 1911.

Statistique des Sociétés anonymes par actions, travaillant principalement en Égypte au 31 décembre 1925.

Annuaire statistique de l'Égypte de 1909 à 1929.

Monthly Summary of the Foreign Trade (jusqu'à décembre 1929).

DIRECTION GÉNÉRALE DES DOUANES :

Annual Statement of the Foreign Trade of Egypt (1918-1919-1920 et 1921).

Commerce extérieur de l'Égypte (jusqu'à 1929).

WATHELET (J. A.) et BRUNTON (R. G.). — Codes égyptiens et lois usuelles en vigueur en Égypte.

GOVERNEMENT ÉGYPTIEN. — Législation relative aux Bourses d'Alexandrie et du Caire, 1913.

MINISTÈRE DES FINANCES. — Règlement intérieur de la Bourse des valeurs du Caire (1913).

- Règlement intérieur de la Bourse des valeurs d'Alexandrie (1913).
 Règlement général des Bourses des marchandises à terme (1927).
 Règlement intérieur de la Bourse des marchandises d'Alexandrie (1927).
- SYNDICAT DES AGENTS DE CHANGE DU CAIRE. — Statuts approuvés par l'Assemblée générale de constitution en date du 26 décembre 1918.
- SYNDICAT DES AGENTS DE CHANGE D'ALEXANDRIE. — Statuts.
- CORPORATION DES COURTIERS EN MARCHANDISES DE LA BOURSE D'ALEXANDRIE. — Statuts et règlements approuvés par l'Assemblée générale du 30 juillet 1910 et modifiés par l'Assemblée générale du 13 février 1913.
- SYNDICAT DES AGENTS DE CHANGE DU CAIRE. — Statuts et règlements du Clearing House de la Corporation des courtiers en valeurs du Caire, 1926.
- SYNDICAT DES AGENTS DE CHANGE D'ALEXANDRIE. — Statuts et règlements du Clearing House de la Corporation des courtiers en valeurs d'Alexandrie.
- ALEXANDRIA GENERAL PRODUCE ASSOCIATION. — Statuts et règlements, 1927.
- BULLETIN MENSUEL DES VALEURS TRAITÉES AUX BOURSES DU CAIRE ET D'ALEXANDRIE (J. H. Perez et Co, Agents de change) jusqu'au 31 mai 1930.

III

COMMENTAIRES DU DROIT DE LA BOURSE A L'ÉTRANGER

- ALLIX (Edgard). — *Des reports dans les Bourses des valeurs*. (Thèse Paris, 1900.)
- BADON-PASCAL (Ed.). — *Des marchés à terme*, étude pratique au point de vue légal et financier, 3^e édition, Paris, 1877.
- BAGEHOT (W.). — *Lombard Street ou le marché financier en Angleterre* (traduction française). Paris, 1874.

- BARBEROT. — *Le monopole des agents de change*. (Thèse Dijon, 1887.)
- BASTINÉ. — *Code de la Bourse*, Bruxelles, 1876.
- BEWES (Wyndham A.). — *The Stock Exchange (The Commercial Laws of the World, Great Britain and Ireland, British Ed., t. I, London, 1913.*
- BLOCH (Oscar). — *La Bourse du commerce. Le marché de Paris*, 1925.
— *La Réforme des Bourses de marchandises en France et l'organisation de ces Bourses en Allemagne*. (Thèse, 1912.)
— *Quelques mots à propos des caisses de liquidation et des Bourses de commerce*, Paris, 1905.
- BOISSIÈRE (G.). — *La Compagnie des Agents de change et le marché officiel de la Bourse de Paris*. (Thèse Paris, 1908.) 2^e éd., Paris, 1925.
- BOUDON (Georges). — *La Bourse anglaise*, Paris, 1898.
- BOURBEAU (Marcel). — *La Bourse des valeurs de Paris pendant la guerre (1914-1920)*. (Thèse Paris, 1921.)
- BOZÉRIAN (J.). — *La Bourse, ses opérateurs et ses opérations*, 2 vol., Paris, 1859.
- BROUSSE (A.). — *Du monopole des Agents de change et de sa suppression*. (Thèse Paris, 1890.)
- BUCHÈRE (Ambroise). — Les marchés à terme et jeux de Bourses (*Annales de droit commercial*, 1896.)
— *Traité théorique et pratique des opérations de Bourse*, 3^e éd., Paris, 1892.
- BURCKHARDT (A.). — *La Grammaire de la Banque*, Paris, 1929.
- CHEVILLARD (G.). — *Le Stock Exchange, les usages de la place de Londres et les fonds anglais*, 2^e éd., 1904.
- COOK (Arthur). — Les Bourses anglaises, the Stock Exchange of Throgmorton street (Congrès international des valeurs mobilières, 1900, t. IV).
- COURTOIS (Alphonse). — *Traité des opérations de Bourse et de change*, 13^e éd., revue par Emmanuel Vidal, Paris, 1904.
- CRÉPON (T.). — *De la négociation des effets publics et autres*. 2^e éd., Paris, 1891.

- CRUMP (Arthur). — The Theory of Stock speculation (*Annales of the American Academy of political Science*, May 1910.)
- DECOUDU (Jean). — *La Bourse de Londres*, Paris, 1922
- DELORE (E.). — Les crises financières depuis cinquante ans, du krach de l'« Union générale » à celui de New York. (*Le Capital*, édition économique, 4 décembre 1929.)
- DÉMOGUE (René). — Les Bourses dans la République Argentine. (Extrait du *Bulletin de la Société de Législation Comparée*.) Agen, 1926.
- DEPITRE (Edgard). — *Les Caisses de liquidation des opérations à terme sur marchandises*, Étude économique et juridique (Thèse Paris, 1907.)
- DESROCHES (Jean). — *La spéculation mathématique à la Bourse* Paris, 1929.
- DICONNE. — *Des marchés à prime dans les Bourses des valeurs*, (Thèse Dijon, 1907.)
- DIENA. — De la validité des jeux de Bourse dans les rapports internationaux (*Journal du droit international privé*, 1896.)
- DROUETS. — *L'organisation et le fonctionnement des Bourses de valeurs en Italie*, Paris 1924.
- DUFORMANTELLE (Roger). — *Les reports en Bourse*. Théorie-Jurisprudence, Paris, 1919.
- DUMORTIER. — *Des opérations à terme sur marchandises ou marchés à livrer*. (Thèse Caen, 1899.)
- EMERY (Henry). — Ten years Regulation of the Stock Exchange in Germany (*The Yale Review*, May 1908).
- Speculation on the Stock Exchange and public regulation of the Exchanges. (Papers read before the meeting of the American Economic Association at Princeton, New Jersey, December 28-31, 1914. — Reprinted from the Proceedings of the twenty-sixth annual meeting of the American Economic Association.)
- EUGÈNE (Léon). — *Étude sur la coulisse et ses opérations*. (Thèse Paris, 1896.)

- BEZARD-FALGAS (F.). — *De la négociation en Bourse des titres nominatifs*, Paris, 1921.
- FREJDZON (Jacques). — *La Bourse de New York*. (Thèse Paris, 1928.)
- GEOUFFRE DE LAPRADELLE et LÉVY-ULLMANN. — Des négociations de valeurs cotées effectuées par l'intermédiaire des coulissiers devant la jurisprudence. (*Annales de droit commercial*, 1896.)
- GUILLARD (Edmond). — *Des opérations de Bourse : Histoire, Pratique, Législation, Morale, Économie politique, Réforme*, 2^e éd., Paris, 1877.
- GUILLMARD (Émile). — *Les reports en Bourse et la loi du 28 mars 1885*. Paris, 1913.
- *Réorganisation de la Bourse du commerce. Caisses de liquidation*, Paris, 1906.
- GUYOT (Paul). — *La réforme des Bourses allemandes*. (Thèse Dijon, 1911.)
- HAMMESFAHR. — *Le commerce des graines et les marchés à terme en rapport avec les problèmes sociaux*. Anvers, 1899.
- HEMNING (H.). — *History of the New York Stock Exchange*, New York, 1905.
- HUVELIN. — *Essai sur le droit des marchés*. Paris, 1897.
- Quelques données nouvelles sur les foires de Champagne. (*Annales de droit commercial*, XII, 1898.)
- JANNET (Claudio). — La spéculateur et les opérations à terme sur marchandises. (*L'Économiste français*, 1892.)
- JENNY (Frédéric). — La débâcle à la Bourse de New York. (*Le Temps économique et financier*, 4 novembre 1929.)
- JÈZE (Gaston). — La débâcle américaine. (*Journal des Finances*, 15 novembre 1929.)
- KENLER (Lucien). — *Les Bourses de commerce et l'Agriculture*. (Thèse Paris, 1903.)
- KING (M.). — *The New York Exchange*. New York, 1904.
- LABHART (Théodore). — *Guide pratique pour la Bourse de Londres*. Paris, 1909.

- LEROY-BEAULIEU (Paul). — *L'art de placer et gérer sa fortune*. (Nouvelle édition refondue par MM. Maxime Renaudin et Édouard Payen. Paris, 1920.)
- LESCURE (Jean-Marie). — *Le marché à terme de Bourse en Allemagne*. (Thèse Bordeaux, 1908.)
- LÉVEILLÉ (Jules). — *Le régime de la Bourse*. Légalité des opérations à terme, responsabilité solidaire des agents de change. Paris, 1868.
- MARTIN (Harrison). — *The New York Stock Exchange*, New York, 1919.
- MASSEBEUF (Alexandre). — *Les marchés à prime dans les Bourses des valeurs* (Thèse Paris, 1923.)
- MEEKER (Edward). — *The Stock Exchange*. New York, 1922.
- MESNIL (Henri). — Étude sur le Stock Exchange de Londres. (*Bulletin mensuel de la Société de Législation Comparée*, avril-mai 1898.)
- MOLLOT. — *Des Bourses de commerce, agents de change et courtiers*. 3^e éd., Paris, 1853.
- OWENS (Richard) et HARDY (Charles). — *Interest Rates and Stock Speculation*. (A study of the money market on the Stock Exchange London, 1925.)
- PAISANT (Alfred). — De la réglementation des marchés à terme sur les céréales (*Revue d'économie politique*, 1898).
- Législation et réglementation du commerce des produits agricoles et des marchés à terme. (Rapport fait au Congrès international d'Agriculture de Paris. Juillet 1900.)
- La direction du marché des céréales et en particulier du blé. (Rapport fait au Congrès international d'Agriculture, réuni à Rome en avril et mai 1903.)
- PILLET (Antoine). — La loi de conclusion du contrat dans les marchés à terme. (Extrait des *Annales de droit commercial* 1910.) Paris 1911.
- POITEUX (Benjamin). — *La Bourse des valeurs de Paris*. (Thèse Paris, 1926.)
- POLEY (Goud). — *The History Law and practice of the Stock Exchange*. London, 1911.
- PONS (E.). — *Du marché libre dans les Bourses d'effets publics ou autres*. (Thèse Paris, 1907.)

- PRAT (Eugène-Marie de). — *Des reports*. (Thèse Paris, 1886.)
- PROUDHON (P. J.). — *Manuel du spéculateur en Bourse*. 3^e éd., Paris, 1876.
- QUENTIN (Maurice). — L'exception de jeu à la Bourse. (*La France judiciaire*, 1897.)
- REPOUX (Louis). — *La Bourse des marchandises de Paris*. (Thèse Paris, 1909.)
- ROBERT MILLES (S.). — *La grammaire de la Bourse* (nouvelle édition, Paris, 1928).
- ROUBAUD (Louis). — *La Bourse. Foire aux entreprises. Criée des valeurs. Maison de jeu*. 2^e éd., Paris, 1929.
- SALZEDO. — *La coulisse et la jurisprudence*. Étude sur le monopole des agents de change. Paris, 1882.
- SAYOUS (André-E.). — *Les Bourses allemandes de valeurs et de commerce*. (Thèse Paris, 1898).
- *Étude économique et juridique sur les Bourses allemandes de valeurs et de commerce*. Paris, 1898.
- *La réorganisation des Bourses de commerce ; la proposition de loi Dron-Rajon et les marchés à livrer*. Paris, 1898.
- SCHWARBE (Walter). — *Stock Exchange*. London, 1915.
- SELLIER (M.). — *Les justifications à fournir aux clients par les intermédiaires de Bourse* (Thèse Paris, 1914.)
- SMITH (Charles). — *Theories upon Depression in Trade, Agriculture and Silver*. London, 1892.
- *Commercial Gambling ; the principal Cause of Depression in Agriculture and Trade*, London, 1893.
- *The Press on commercial Gambling*. London, 1893.
- *The Option and future System of Speculating in Wheat*. London, 1894.
- *International Gambling in Wheat and Silver*. London, 1894.
- *Our Daily Bread*. London, 1896.
- *Price-Famines, The result of « Corners »*. London, 1900.
- De la réglementation des marchés à terme sur les céréales. (*Revue d'économie politique*, numéros de février, mai et juillet 1898.)

- THALLER (E.). — Le régime des Bourses en Allemagne (*Bulletin de la Société de Législation comparée*, 1898.)
— *De la faillite des agents de change*, Paris, 1883.
- UNTERMYER (Samuel). — Speculation on the Stock Exchanges and public. Regulation of the Exchanges. (Papers read before the meeting of the American Economic Association at Princeton, New Jersey, December 28-31, 1914. — Reprinted from the Proceedings of the twenty-sixth Annual meeting of the American Economic Association).
- VIDAL (Emmanuel). — Les marchés à terme sur marchandises. (*Cote de la Bourse et de la Banque*, 1902.)
- WAHL (Albert). — Les jeux de Bourse en droit international privé. (*Journal du droit international privé*, 1898.)
- WALDMANN (A.). — *La profession d'agent de change. Ses droits et ses responsabilités*, 2^e éd., Paris, 1910.
- WARSHOW (Robert Irving). — *Wall Street*, Histoire de la Bourse de New York, des origines à 1930. (Traduction française par Pierre Coste. Préface de M. Winston Churchill, ex-chancelier de l'Échiquier britannique.) Paris, 1930.

QUELQUES TERMES ET ABRÉVIATIONS

- L. E. = Livre égyptienne.
La livre égyptienne est divisée en 100 piastres et 1.000 millièmes.
La livre vaut 127 francs français (environ) d'après le cours actuel.
- P. T. = Piastre = 1/100 de la livre égyptienne.
- Tallari (terme de Bourse) = Dollar égyptien (Rial) = 20 P. T.
La livre égyptienne est divisée en 5 dollars.
- Caṭtar = 44 1/2 kilos ou 99,05 livres anglaises.
- Rotoli = Mesure de poids. Le cantar est divisé en 100 rotolis ; mais le coton en graines est vendu sur la base de 315 rotolis par cantar.
- Ardeb = Mesure de capacité = 198 litres.
- Feddan = 0,42 hectare environ.
- Art. 72/66 = Article 72 du Code de Commerce mixte et article 66 du Code de Commerce indigène.
- C. Com. =
- B. L. J. = *Bulletin de législation et de jurisprudence égyptiennes.*
- G. T. M. = *Gazette des tribunaux mixtes d'Égypte.*
- J. T. = *Journal des tribunaux mixtes.*
- R. O. = *Recueil officiel des arrêts de la Cour d'appel mixte.*

INTRODUCTION

INTRODUCTION

La réforme des Bourses est, en Égypte, à l'heure actuelle, une question qui attire l'attention des pouvoirs publics. A mesure que le commerce se développait, le besoin de la modification de l'organisation boursière se faisait sentir d'une façon plus impérieuse.

Il y a plusieurs années, notre législation ne s'occupait nullement de la Bourse ; nos Codes de commerce de 1875 et 1883 ne lui consacraient aucun texte. La période de l'extension économique du pays a pu suivre son cours sans qu'il y ait eu la moindre tentative dans ce domaine.

Or, c'est au commencement du XX^e siècle, ou plus exactement dès 1902, que l'activité des pouvoirs publics se réveilla : Le Gouvernement Égyptien a entrepris la tâche difficile de réglementer notre marché national. Et l'on sait combien il est ardu de légiférer en cette matière : c'est un grand souci pour les gouvernements, depuis que les Bourses et les diverses formes de la spéculation ont pris l'extension et le développement auxquels nous assistons actuellement, de trouver un point d'équilibre entre le régime de liberté excessive qui encourage l'agiotage et provoque les crises, et le régime de

réglementation à outrance qui entrave les transactions et paralyse le marché. Un doigté tout spécial est nécessaire : si le législateur a la main trop lourde, il se voit bientôt obligé de desserrer son étreinte sous peine de briser le rouage indispensable à la vie de notre société moderne.

Étant donné le système législatif à cette époque, dû au régime des Capitulations qui entrave jusqu'à ces jours-ci en Égypte toute réforme, la question fut soumise dès 1904 à une Commission de Réforme — dite Internationale — composée d'éminents juristes et économistes des Puissances intéressées. Les travaux de la Commission ont abouti à la loi de 1909, incorporée dans notre Code de commerce, et aux différents règlements communs aux Bourses des valeurs et des marchandises.

Pendant la Guerre, sentant les besoins de remanier les règlements en ce qui concerne la Bourse des marchandises et profitant de la fermeture momentanée de celle-ci, le gouvernement promulgua des règlements provisoires.

Mais après la guerre et dès 1920, le besoin de modification se fit sentir à nouveau.

Le gouvernement, ainsi qu'il l'a annoncé dans le Discours du Trône, lors de l'ouverture de la Session parlementaire en 1926, a fait procéder à une étude de l'organisation de notre marché. Une Commission extra-parlementaire — dite ministérielle — fut constituée à cet effet. Ses recherches ont abouti en 1927 à une réglementation nouvelle de la Bourse des marchandises, rendue par décret royal.

La même Commission a commencé dès 1927 à s'occuper de la Bourse des valeurs et du marché financier. Au mois de juin 1929, une autre Commission fut instituée pour étudier

l'organisation du marché des produits. En juillet de la même année, une troisième Commission fut constituée sous la présidence du Ministre des Finances, mais avec un champ d'activité beaucoup plus vaste : elle a pour but d'envisager les réformes nécessaires à porter sur le marché financier et le marché des produits.

Rien n'est encore publié des recherches de ces Commissions ; le Discours du Trône, à l'ouverture de la Session parlementaire, au mois de janvier 1930, nous l'annonce très prochain.

Notre travail, comme son titre l'indique, vise l'étude de cette question d'actualité, de la réorganisation des Bourses en Égypte. Or, la Bourse est encore, dans notre pays, la question la moins élucidée et la plus mal connue tant au point de vue théorique que pratique. L'aridité du sujet semble avoir jusqu'ici rebuté la bonne volonté des auteurs.

C'est dans ces circonstances que nous fîmes, sur le conseil de notre éminent maître, M. le Professeur Démogue, un voyage d'études en Égypte pendant l'année 1928-1929.

Nous avons poursuivi notre enquête sur place. Or, une difficulté se dressa sur notre chemin. Les travaux de la Commission Internationale (1904-1909) sont presque inconnus en Égypte ; l'ignorance dans laquelle sont enveloppées les recherches de cette Commission, qui sont la base de toute organisation boursière en Égypte, est due, dans une large part, au système législatif de cette époque ; il n'y avait aucun pouvoir législatif souverain. Une fois que la Commission se dispersera, on ne trouva aucune trace de ces recherches. Cette difficulté ne nous a pas rebuté.

Munis d'une autorisation officielle de la Faculté de Droit du Caire, nous avons poursuivi nos recherches au Ministère des Affaires Étrangères, où la Commission a tenu ses réunions; puis au Ministère de la Justice, mais nous n'avons rien trouvé. Enfin, pendant nos recherches aux archives du Ministère des Finances, nous avons découvert les documents relatifs à cette Commission.

Comme la réglementation boursière de 1927 fut rendue par décret, nous ne trouvons aucun document parlementaire sur la question; et les documents relatifs à la Commission de 1926-1927 ne furent pas publiés. Nous devons la communication de ces documents à M. le Sous-Secrétaire d'État aux Finances, S. E. Ahmed Abd El-Wahab Bey, Président de la Commission.

Pour lier le passé avec le présent, nous avons essayé de reconstituer l'histoire des Bourses égyptiennes avant la première organisation officielle entreprise par la Commission Internationale. A cet effet, nous avons fouillé les archives de la Bourse du Caire et d'Alexandrie; malheureusement nous n'avons trouvé que peu de choses. Nous avons été obligés de compléter nos recherches par des interviews, dignes de toute confiance, de certains courtiers, agents de change et négociants au Caire et à Alexandrie.

Notre sujet, d'un intérêt à la fois théorique et pratique, doit être limité dans son étendue. La Bourse touche, en effet, à tous les domaines du droit: au droit public par ses rapports avec l'État et par son organisation interne, au droit pénal par la répression des abus qui s'y produisent et au droit privé par la réglementation des intérêts particuliers qui s'y débattent. A une synthèse nécessairement super-

ficielle, nous avons préféré une analyse plus restreinte et plus profonde.

Notre travail est à la fois juridique et économique : en fait, en matière de Bourse, à titre spécial, l'économie politique et le droit arrivent à se pénétrer à chaque instant ; l'une fournit la matière à laquelle l'autre donne une forme légale. Le législateur se borne à réaliser et à sanctionner les conceptions dominantes du milieu qui l'entoure.

En plus, nous ne nous sommes pas arrêtés simplement à la situation de droit, nous avons abordé aussi celle du fait, et dans la mesure où cela nous a été possible, nous avons porté les résultats de notre enquête, tant au Caire et Alexandrie qu'à l'intérieur du pays.

Une première partie est consacrée à l'origine des Bourses en général, à leur rôle économique et à la spéculation en Bourse. Une deuxième partie à l'histoire des Bourses égyptiennes, avant l'organisation de 1909, autrement dit, le fonctionnement des institutions d'initiative privée à cette époque, l'état du marché égyptien sous le régime des groupements professionnels, et les projets de réforme et réglementation. Une troisième partie à leur organisation actuelle. Enfin, une quatrième partie à leur fonctionnement ; ici, nous nous sommes presque entièrement occupés du marché à terme, mais comme ce marché des valeurs est supprimé en Égypte depuis 1914, nous nous sommes cantonnés, non sans regret, dans celui des marchandises.

Nous avons mis à large contribution, dans notre travail, les documents particulièrement intéressants, que nous sommes le premier à publier. En effet, ils forment le commentaire indispensable de la législation régissant la Bourse en

Égypte ; d'autre part, ils éclairent son esprit en permettant la rencontre et le choc de deux grands courants d'activité générale, d'intérêts généraux créés par une longue suite d'actes répétés et qui, se reconnaissant opposés, se disputent la consécration légale. C'est par ces oppositions nées de ces répétitions que s'opère peu à peu l'adaptation législative aussi bien que doctrinale à des circonstances nouvelles ; et c'est là qu'il faut étudier en plein fonctionnement le côté juridique de l'institution.

Il va sans dire que l'Égypte a été le centre de nos recherches. Cependant, chaque fois que la chose fut possible, nous avons jugé nécessaire de ne pas négliger les renseignements que fournit l'étude des législations et des marchés des autres pays. En effet, le droit comparé n'a pas seulement pour mission d'approfondir les institutions des autres pays, leur évolution historique et leur fonctionnement actuel. La description qu'il en fait n'est souvent qu'un moyen dont la fin est plus haute. A côté des textes qui sont le produit du passé et de la race, qui sont par suite spéciaux à un peuple déterminé et qui ont leur cause véritable dans son histoire, il est d'autres lois qui répondent aux besoins généraux d'une époque, qui sont universelles et qui ont leur raison profonde dans la situation économique du présent. Le droit de la Bourse appartient certainement à la seconde catégorie ; la connaissance de sa réglementation dans un pays déterminé n'est pas seulement importante pour le théoricien ; elle rend au législateur tous les services que le physicien ou le naturaliste peuvent attendre de l'expérimentation.

Nous espérons que notre travail trouvera, dans l'impor-

tance des questions que nous avons abordées une justification et dans les difficultés avec lesquelles nous avons eu à lutter, une excuse à ses faiblesses et à ses omissions.

Ces difficultés ont été de plusieurs sortes. En première ligne, il faut citer le manque de recherches faites sur la Bourse égyptienne, tant en Égypte qu'à l'étranger ; si bien qu'en dépit d'un ouvrage de Hussein Teymur Bey (1) envisageant la Bourse et le Commerce du coton au point de vue de la pratique et une brochure de Mahmoud Khatir Bey (2) de la même sorte, et de trois articles de grand mérite, de MM. Edwin Lévy (3) Léon Polier (4) et Albert Chéron (5), actuellement professeur à la Faculté de Droit du Caire, la matière restait encore vierge.

Nous n'avons guère, eu pour nous documenter, que les travaux des Commissions : projets, propositions, requêtes, mémoires et rapports.

Bien que notre travail soit le premier dans la matière, nous avons trop de conscience de ses imperfections, pour nous flatter d'avoir comblé une lacune. Notre ambition est plus modeste, nous nous sommes efforcés, autant qu'il a été en notre pouvoir, d'éclaircir une question malaisée à exprimer et jusqu'ici inconnue.

Dans ce domaine il est bon de rappeler ce qu'a dit, il y a trente ans, notre éminent maître, M. le Professeur Allix (6) :

(1) *La Bourse et le Commerce du Coton*, 2^e édition ; Le Caire, 1917.

(2) *La Bourse et la Vente du Coton*, Le Caire, 1914.

(3) *L'Égypte Contemporaine*, II, 1911, p. 529 et s.

(4) *Revue Economique Internationale*, 9^e année, décembre 1910, p. 473 et s.

(5) *Annales de Droit Commercial*, 1912, p. 196 et s., 275 et s.

(6) *Des Reports dans les Bourses des Valeurs* (Thèse Paris, 1900). Introduction.

« Un des premiers auteurs qui se soit occupé d'une façon méthodique des opérations de Bourse, le Portugais José de la Vega, croit devoir intituler le livre où il les décrit en 1688 : *Confusion de Confusiones*. Il connaissait cependant les moindres secrets de la Bourse, s'y étant cinq fois ruiné et cinq fois enrichi. Que si le lecteur, en jetant les yeux sur notre travail, était tenté de répéter avec le vénérable ancêtre des études financières : *Confusion de Confusiones*, nous souhaitons, du moins, que cette réflexion s'applique à la complexité de notre sujet mais non à la façon dont nous l'avons traité. »

En abordant le sujet, nous ne nous en dissimulons pas la difficulté. La complexité de la matière traitée et les changements qui se produisent incessamment à l'heure actuelle dans le marché égyptien, constituent notre excuse devant nos maîtres et le public égyptien.

Nous sommes heureux d'adresser ici l'hommage de notre vive gratitude à tous ceux qui nous ont fourni avec beaucoup de bienveillance d'utiles renseignements. Notre très vive reconnaissance est assurée à S. E. Ahmed Abd El-Wahab Bey, Sous-Secrétaire d'État aux Finances ; Ahmed Naguib Bey, Commissaire du gouvernement près la Bourse ; M. J. H. Perez, agent de change et Président de la Commission de la Bourse du Caire ; M. Umberto S. Penessi, Secrétaire de la Bourse des Valeurs du Caire ; M. Elwin Goldstein, Secrétaire adjoint de la Bourse des Marchandises d'Alexandrie et M. Henri Politi, Secrétaire adjoint de la Bourse des Valeurs d'Alexandrie.

Nous ne saurions aussi oublier plusieurs courtiers, agents de change, banquiers et négociants du Caire et d'Alexandrie,

qui ont bien voulu nous réserver le meilleur accueil pendant notre séjour.

Que tous excusent la franchise de notre opinion et nous pardonnent l'ardeur de notre polémique.

Qu'il nous soit permis, au seuil de cette étude, d'adresser nos vifs remerciements à M. le Professeur Démogue qui a bien voulu s'intéresser à notre travail, le diriger et enfin accepter la présidence de notre thèse.

PREMIÈRE PARTIE

GÉNÉRALITÉS

CHAPITRE PREMIER

ORIGINE DES BOURSES MARCHÉS, FOIRES ET BOURSES

La Bourse, sous la forme actuelle, est une organisation assez récente ; bien que l'institution même des Bourses soit très ancienne. /

Dans la première étape de la civilisation, avec le régime de l'économie domestique fermée, la famille formait un groupe qui se suffisait à lui-même : les besoins étaient peu développés.

Dès que le progrès de l'industrie humaine eut amené un commencement de division du travail, les membres de la même communauté prirent l'habitude de se rencontrer en certains endroits et à certaines époques plus ou moins nettement déterminées pour se livrer à l'échange. Mais on ne va entrer dans une phase de commerce véritable que lorsque le marché devint accessible aux étrangers ; le marché formait une trêve à l'état d'hostilité chronique entre les peuplades.

Avec la densité croissante de la population, le cercle

économique s'étend davantage. Cette pratique de se rencontrer dans les lieux déterminés se généralisa et devint plus fréquente lorsque des villes et des villages se formèrent dans le voisinage de ces marchés..

Certains marchés, à cause de leur importance, avaient lieu une ou deux fois par an : tandis qu'à côté d'eux se tenaient toujours les marchés quotidiens ou hebdomadaires (1). Les marchés annuels ou bisannuels du grand commerce se développèrent rapidement, et on leur réserva l'expression plus spéciale de foires : on a conservé la dénomination primitive de marché pour les réunions plus fréquentes où se faisait le petit commerce.

Se superposant au marché sans se substituer à lui, la foire apparaît avec un champ d'action plus vaste. Historiquement, la foire procède du marché, elle conserve et accentue même son caractère de périodicité. Mais la foire fut une étape plus hardie, la notion de crédit intervient dans l'organisation des foires ; nous ne sommes plus en face de transactions au comptant qui sont celles du marché, mais — comme nous verrons plus loin — en face des règlements des comptes par un procédé perfectionné.

Au moyen âge, les foires s'établissent principalement aux points qui sont d'accès facile ou qui sont par leur position géographique, des lignes naturelles de transit. Ce sont, en Allemagne : Constance, Nuremberg, Augsbourg, placées au débouché des routes qui traversent les Alpes centrales. Du côté italien : c'est le cas de Milan, de Venise, et c'est par des raisons semblables que plus tard, au XV^e siècle, Lyon

(1) V. KENLER. — *Les Bourses de commerce et l'agriculture*. (Thèse Paris, 1903), p. 3.

deviendra un centre de foires très important. Les villes de Flandre : Ypres, Bruges, Lille tirent profit également de leur position comme croisement de routes. Mais, nulle part, les foires ne prennent un développement plus important qu'en France (1). Dès l'époque mérovingienne, Paris bénéficie de son excellente situation due à la convergence des voies fluviales et à l'existence d'anciennes voies romaines : chaque année, au mois de juin, s'ouvre dans la plaine Saint-Denis la célèbre foire de Lendit. Il n'y a pas de région géographique qui n'ait sa foire : La Normandie avec Rouen, le Nord avec Amiens, le Midi avec Beaucaire. Mais ceux de ces grands marchés qui devaient, pendant deux siècles, l'emporter de beaucoup sur les autres et qui sont devenus comme le type de l'institution, furent les foires de Champagne.

Les foires de Champagne (2) furent créées à la fin du XII^e siècle dans un pays qui, par sa situation géographique, est une vraie croisée de chemins aussi bien pour les relations d'Est à l'Ouest que du Nord au Sud. Les plus anciennes de ces foires remontent à l'année 1188, mais tout de suite elles prirent un vrai caractère cosmopolite. Les foires étaient au nombre de six et elles se tenaient dans quatre villes : Troyes, Provins, Bar-sur-Aube, et Lagny-sur-Marne. Ces foires avaient une telle durée, elles se tenaient si souvent, qu'il y avait des foires en permanence en Champagne à cette époque. Chacune se tenait pendant au moins six semai-

(1) V. LEGARET. — *Histoire du développement du Commerce depuis la chute de l'Empire romain jusqu'à nos jours*, p. 47 et s.

(2) V. HUVELIN. — Quelques données nouvelles sur les foires de Champagne. *Les Annales de Droit Commercial*, 12^e année (1898), pp. 377-392.

nes : on y venait d'Angleterre, d'Espagne, de Flandre et jusque d'Asie Mineure.

Une législation rigoureuse assurait aux marchands la sécurité personnelle. La même législation offrait des garanties aux transactions : des magasins recevaient lès' marchandises ; des notaires, sous les ordres d'un capitaine des foires, rédigeaient les actes auxquels le chancelier conférait le caractère nécessaire d'authenticité (1).

La dernière phase de chaque foire consistait dans une série d'opérations particulièrement délicates puisqu'il s'agissait d'effectuer des règlements de compte entre des gens de toute origine et pourvus de monnaies différentes aussi.

Quand la foire touchait à sa fin, les opérations des changeurs ou cambistes commençaient. Ils installaient leurs tables ou banques, et pesaient, vérifiaient, échangeaient les monnaies ; eux-mêmes, au besoin, se muaient en prêteurs. Ils effectuaient entre les créances des virements et compensations (2) ; ajournaient des paiements jusqu'à la foire

(1) Les Comtes de Champagne veillaient aussi à assurer l'agrément même de leurs hôtes temporaires. Toutes les foires s'accompagnaient de réjouissances, de parades de bateleurs, de jeux de jongleurs, etc... (V. LEGABET, *Op. cit.*, p. 49.)

Notre éminent maître, M. le Professeur Démogue, nous dit dans une communication à la Société de Législation Comparée sur « l'Organisation Judiciaire de l'Argentine » qu'il existe dans ce pays un juge de marché qui rappelle les édiles romains. C'est un commerçant qui exerce gratuitement ces fonctions. Il juge, en cas de contrat non contesté, les questions relatives aux transactions du marché : livraison de bétail et de fruits, prix de transport des fruits, exactitude de poids et mesure. Au-dessus de lui, un tribunal de dernière instance composé de trois juges désignés de la même façon. Ces juridictions statuent verbalement et séance tenante. (*Bulletin de la Société de Législation Comparée*, 1927, p. 195 et s.)

(2) Ce système de compensations réciproques, connu sous le nom de « scontration », n'est pas sans analogie avec le mécanisme de nos

suivante. Le mouvement de marchandises se complétait donc ainsi par un énorme mouvement de fonds. La foire devenait en même temps qu'une Bourse de commerce où s'établissait le cours des marchandises, une Bourse des valeurs. Les transactions en numéraire accompagnaient les transactions des produits et, comme les transports en espèces étaient difficiles et dangereux, les effets de commerce tendaient à se substituer au numéraire (1).

Les foires ont donc été au moyen âge l'école où se sont formés à la fois la technique commerciale et la technique bancaire. Elles ont précédé et préparé l'institution des Bourses, et elles n'ont cédé le terrain que devant elles.

Ainsi les foires, après avoir brillé d'un éclat tout particulier et rassemblé dans les cités les marchands et les produits des pays divers, entraient à la fin du XVI^e siècle dans la période de décadence. Elles ont fait place à la Bourse, institution plus complexe et qui forme ainsi la troisième étape dans le processus de la concentration de l'offre et de la demande.

Il est du reste à remarquer que cette institution nouvelle n'a pas complètement supprimé les marchés et les foires : il n'y a pas eu une révolution brusque et complète, mais plutôt une substitution lente et partielle ; ils survivent même à côté de la Bourse, mais amoindris dans leur rôle et n'exer-

« clearing-houses » modernes. Cf. HUVELIN. — *Essai sur le droit des marchés*, p. 560, — Quelques données nouvelles sur les foires de Champagne (*Annales de Droit Commercial*, 12^e année, 1898, pp. 377-392).

(1) V. PIGEONNEAU. — *Histoire du Commerce de la France*, t. I, pp. 275 et 276. Il fait remonter l'origine de la lettre de change à la pratique des compensations en foires. — V. aussi SAVARY, *Le Parfait Négociant*, liv. III, ch. XII.

cant plus qu'une influence locale. Les marchés ont perdu aujourd'hui leur signification primitive ; ils sont limités aux besoins journaliers ou hebdomadaires d'alimentation des villes auxquels pourvoit la campagne environnante (1). Les foires sont devenues aujourd'hui plus rares ; on tend à les remplacer par des foires d'échantillons ; c'est la ville de Leipzig qui a donné l'exemple.

Au cours de la guerre, la ville de Lyon et ensuite diverses villes de France ont institué non sans succès, surtout à Lyon, des foires semblables ; on n'y vend rien, on y reçoit seulement les commandes (2).

* *

Les Bourses, « monument par excellence de la société moderne » (3), qui correspond à un état de haute culture économique, sont des « réunions périodiques, le plus souvent quotidiennes de négociants et de personnes prenant part au commerce, dont le but est la conclusion d'affaires commerciales sans présentations, transmissions et paiement immédiats de la marchandise (4) ». Cette définition affirme trois

(1) Il y a en Égypte une Société anonyme (The Egyptian Markets Ltd.) dont le but est l'exploitation des marchés dans les villages et certaines villes de la campagne. Les marchandises, produits, denrées, bestiaux..., etc. ont accès au marché moyennant un droit d'entrée. Le marché de chaque village se tient un jour déterminé de la semaine et fait courir les villageois et les campagnards des agglomérations voisines.

(2) V. GIDE. — *Op. cit.*, t. I, p. 375.

Le seul exemple typique des foires anciennes qui existent encore avec leurs caractères primitifs est la foire de Nijni-Novgorod, en Russie. Quoiqu'elle réunisse dix fois plus de visiteurs que la foire de Lyon, elle fait un chiffre d'affaires à peu près égal.

(3) PROUDHON. — *Manuel du spéculateur en Bourse*, p. 22.

(4) RICHARD EHRENBERG. — *Das Zeitalter des Fugger*, t. I, p. 50, cité par Sayous, *op. cit.*, p. 52.

idées fondamentales : l'absence presque absolue d'objets en nature, le non-paiement du prix stipulé et la non-livraison de la marchandise (1).

Maintenant, si on laisse de côté toutes les formes intermédiaires qui ont servi de transition entre les marchés ou foires et les Bourses, si on accentue au point de vue théorique les contrastes que l'évolution historique de ces trois stades de l'échange a créés, on peut ajouter d'autres différences relatives à leur fonction économique.

A) Les Bourses se tiennent d'une manière très fréquente — et même en général il y a une Bourse quotidienne — au même endroit, ce qui est essentiel pour que les commerçants sachent où se rencontrer (2) ; les marchés et les foires, au contraire, n'ont lieu qu'à des intervalles assez éloignés, dans des localités diverses.

B) Dans le marché et la foire, en présence des consommateurs se trouvent ordinairement les producteurs eux-mêmes, qui apportent les denrées, résultat de leur travail ; à la Bourse, au contraire, le producteur et le consommateur n'apparaissent pas, ceux qui la fréquentent sont généra-

(1) Et ces caractères résultent du marché à terme, qui est l'extension au droit de la Bourse d'une transformation depuis longtemps réalisée dans la théorie générale des contrats ; l'influence de la prestation, élément matériel, s'atténue de plus en plus au profit de la convention, élément intellectuel. « Les législations primitives, dit M. Esmein (*Etudes sur les contrats dans le très ancien droit français*, p. 8), écartent instinctivement les fines analyses auxquelles sont impropres les esprits des hommes à qui elles commandent, elles n'osent sanctionner une convention que lorsqu'un signe matériel extérieur, dont chacun comprend la portée, est venu attester que le consentement était sérieux et l'obligation formée. »

(2) WAHL. — *Op. cit.*, N° 1582.

lement des commerçants qui achètent pour revendre, de simples intermédiaires.

C) Dans les foires et marchés, les marchandises sont présentées sur le terrain ; il y a eu au préalable une opération de transport, au cours de laquelle les marchands ou négociants ont amené leurs marchandises, produits agricoles ou fabriqués à la foire ou au marché. Au contraire, les opérations de Bourse portent sur des marchandises ou valeurs, qui restent enfermées dans des dépôts plus ou moins éloignés du lieu de la Bourse, au cours même de l'opération ; l'objet de la convention est déposé soit dans les magasins généraux pour les produits, soit dans les banques pour les valeurs ; la livraison n'aura lieu ensuite qu'à une date ultérieure.

D) Au marché, la livraison en nature de marchandises est accompagnée du paiement immédiat du prix ; à la foire, l'examen par le client et la tradition en nature subsistent, mais une place très large est faite à l'idée de crédit et le plus souvent le paiement se réalise par voie de compensation. A la Bourse, par l'effet du marché à terme, il peut n'y avoir ni paiement du prix stipulé, ni livraison de la chose vendue.

E) Dans les marchés et foires, viennent diverses catégories de négociants ; dans les Bourses, au contraire, les négociants ont tendance à se spécialiser.

F) Enfin, les Bourses en général ne peuvent être tenues qu'avec l'autorisation du gouvernement et sous la surveillance des pouvoirs publics.

*
* *

C'est à Bruges, que l'unanimité des auteurs a trouvé l'origine de la dénomination *Bourse* (1). Mais d'après les uns, les négociants florentins descendaient dans cette ville à l'hôtellerie des Van der Burse, grande famille de courtiers de cette place, qui servaient d'intermédiaires aux négociants qui habitaient temporairement chez eux pour acheter ou pour vendre des marchandises (2).

Selon les autres, la maison où se tenait la Bourse portait trois Bourses sculptées sur son pignons (3). On a essayé de concilier ces deux opinions : le fondateur de la maison, étant banquier ou changeur, aurait fait tailler sur les pignons des bourses comme emblème de sa profession et, par la suite, le public se serait habitué à appeler la famille d'un nom tiré de cet emblème (4).

Le mot « Bourse » fit assez vite fortune et, dès la fin du XVI^e siècle, de nombreuses villes d'Italie, de France et de Flandre avaient leurs « Bourses de Commerce ». (5)

(1) D'après le témoignage de Guichardin, en 1567, confirmé par des recherches faites dernièrement dans les archives de la ville de Bruges. V. EHRENBURG, dans la Revue de Goldschmidt (*Zeitschrift für Handelsrecht*, XXX, p. 403 et s.).

(2) V. THALLER et PERCEROU, — *Op. cit.*, n° 827.

(3) Cette maison existe encore. V. EHRENBURG, *Op. cit.* et LYON-CAEN et RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. IV, n° 859, note 4.

(4) GUILLARD. — *Des opérations de Bourse*, p. 5. Cette dernière opinion se rapproche de celle de SAVARY (*Dictionnaire du Commerce* p. 1077).

(5) On dit que les Anglais furent si prévenus pour ce mot de Bourse, que la Reine Elisabeth, ayant voulu par un édit faire changer le nom de la Bourse de Londres en celui de Change Royal, les marchands ne purent jamais s'y accoutumer et qu'ils ont toujours voulu conserver le nom de Bourse à leur place de commerce V. SAVARY, *Op. cit.*, 1077.

Mais les Bourses des Flandres — d'après l'origine même du mot Bourse — sont plus anciennes que les Bourses françaises. La Bourse d'Amsterdam était regardée par tous les négociants comme la plus considérable de toutes ; celle d'Anvers était aussi très importante avant que le port de cette ville eût été rendu presque impraticable par les Hollandais, pour attirer tout le commerce chez eux, particulièrement à Amsterdam.

La plus ancienne Bourse de France est celle de Lyon, mentionnée dans le préambule de l'Édit de juillet 1459 créant la Bourse de Toulouse qui est la seconde en date (1) ; la troisième Bourse créée fut celle de Rouen (1556), la quatrième celle de Paris (1724). En France, les « Bourses de Marchands » ou « conventions de marchands » (2) étaient quelque chose de plus que de simples réunions de commerce : c'étaient des juridictions établies dans plusieurs villes de commerce pour connaître en première instance des procès et différends qui naissaient entre les marchands,

(1) Le préambule de l'Édit est ainsi conçu : « ... La principale cause de quoi provient de ce qu'il n'y a pas comme audit Lyon, Anvers et autres grosses villes marchandes, de lieu qu'on appelle change, estrade ou Bourse, où, deux fois le jour, les marchands, facteurs et trafiqueurs puissent convenir pour reprendre et rendre raison les uns aux autres de leurs trafics et faire leurs entreprises qu'ils ont par ensemble accoutumée faire en aucun lieu et endroit, pour tirer et amener par deça, en notre royaume, les riches marchandises et commodités des pays étrangers, et faire argent de celles qui sont en notre dit royaume. »

(2) Le nom de Bourse a remplacé peu à peu celui de « convention » qui désignait la réunion de commerçants, tandis qu'on appelait « place de change » ou « estrade » le local de la réunion. Le mot « convention » vient des mots latins « cum » et « venire » ; il s'agit d'une réunion de personnes venant de divers côtés ; le même mot, pris dans le sens d'accord des volontés vient aussi de ces deux mots latins (ULPIEN, L. 2, § 3, de *Pactis* ; Dig., II, 14).

négociants et banquiers, pour faits de commerce, marchandises, billets et lettres de change, dont les appellations de jugements et sentences allaient directement au Parlement (1).

Jusqu'au XVIII^e siècle les Bourses étaient uniquement un lieu où l'on négociait des marchandises ; le grand marché actuel des valeurs mobilières n'existait pas ; les emprunts d'État ne suffisaient pas encore à alimenter un marché d'affaires, les sociétés par action étaient ignorées. Une entreprise financière hardie va se trouver à l'origine du développement de l'organisation boursière ; car en 1717 la Compagnie des Indes, fondée par l'Écossais Law (avec 600.000 actions), devait embrasser à la fois les opérations de banque, le commerce de la Chine, de l'Inde, de l'Afrique et de l'Amérique, la ferme de l'impôt, la ferme des tabacs, le remboursement de la dette publique, finalement la substitution du papier aux écus comme moyen de paiement. Mais le succès ne répondit point à la hardiesse du plan ; l'agiotage effréné, le mauvais vouloir des financiers et du Parlement, la précipitation du fondateur firent avorter cette combinaison.

Comme conséquence de la chute des entreprises Law, deux arrêts du Conseil du Roi, en date du 24 septembre 1724, vont créer la première Bourse française des valeurs, celle de Paris. Mais ces arrêts ne firent que donner la consécration légale à une très vieille institution qui jusque-là ne paraissait avoir qu'une existence de fait (2). Les opérations qui se faisaient dans cette Bourse n'avaient pour objet que les

(1) V. SAVARY. — *Op. cit.*, p. 1076.

(2) V. POITEUX (Benjamin). — *La Bourse des valeurs de Paris*, (Thèse Paris, 1926). p. 7 et s

rentes sur l'Hôtel de Ville, les effets royaux et les lettres de change (1). Sous la Convention, par la concurrence faite aux assignats par les autres papiers et la défaveur témoignée par la Révolution pour la spéculation, les Bourses de valeurs connaissaient des vicissitudes diverses ; elles ont été tantôt autorisées et tantôt interdites. C'est à partir du commencement du XIX^e siècle que le trafic des Bourses des valeurs prit un essor très rapide.

Les Bourses des valeurs mobilières ont aujourd'hui plus d'importance que les Bourses de marchandises proprement dites en raison des transactions nombreuses dont les valeurs sont l'objet. A la Bourse des effets, les échanges portent sur des titres publics : achats et ventes de fonds d'État, rentes et obligations et généralement sur toute sorte de valeurs mobilières, actions et obligations des sociétés, obligations ou rentes émises par les villes, etc... A la Bourse des marchandises se vendent les produits destinés soit à l'alimentation, soit à l'industrie, comme le blé, le coton, l'avoine, le sucre, le café, le caoutchouc, etc... (2).

A côté des Bourses dont nous venons de parler, il existe des Bourses d'affrètements, d'assurance de navires et, depuis quelques années, il existe à Paris et dans quelques grandes villes des Bourses du travail qui ont pour but l'embauchage des ouvriers en se passant de l'intermédiaire des bureaux

(1) Les lettres de change ne sont plus traitées dans nos Bourses actuelles.

(2) Cette distinction a une assez grande importance : les intermédiaires à l'aide desquels se concluent les opérations dans les deux Bourses sont différents. On trouve des agents de change pour la Bourse des valeurs et des courtiers pour la Bourse des marchandises et ces intermédiaires n'opèrent pas de la même manière.

de placement, mais les syndicalistes s'en servent souvent comme lieu de réunion, pour discuter de leurs intérêts professionnels et aussi pour organiser des grèves à caractère souvent politique.

CHAPITRE II

ROLE ÉCONOMIQUE ET FONCTIONS DES BOURSES

La Bourse, organe indispensable dans la société économique moderne, joue dans la vie commerciale d'une nation un rôle de premier ordre (1). Le mécanisme de la Bourse est très peu connu du grand public : aussi toute une légende s'est-elle établie autour des opérations de Bourse ; des campagnes de presse, des discours de politiciens ont tendance à présenter la Bourse comme la source des crises et des malheurs qui accablent de temps en temps les populations. D'un côté, on déclare que la Bourse agit comme « un arbre empoisonné » qui jette sur la vie d'une nation son ombre meurtrière (2)... d'un autre côté, on l'appelle « la souricière capitaliste »...

(1) En 1910, on estimait le montant annuel des opérations à terme conclues dans les Bourses françaises de marchandises de Paris, du Havre, de Roubaix-Tourcoing et d'Arras à 80 milliards de francs-or. A la même époque, le capital nominal (calculé d'après la somme inscrite sur chaque titre et non d'après le cours du titre en Bourse) des valeurs mobilières inscrites à la cote, et susceptibles d'être négociées à la Bourse des valeurs de Paris, s'élevait à environ 142 milliards de francs-or. NEYMARK. — *Instit. Intern. de Statist.*, XIX, 2^e livr., p. 203.

(2) Qualificatif donné à la Bourse par le ministre allemand Maybach dans son discours du 12 novembre 1879.

Monte-Carlo sans musique (1)... maison de jeu (2) et, sous une forme plus sonore encore : une gangrène, une inondation désastreuse qui a submergé le commerce, dépeuplé les campagnes..., avili la valeur de l'argent métal, démoralisé le trafic, semé la mort physique et la mort morale (3)...

Laissant de côté ces opinions qui doivent rester étrangères à une étude scientifique, nous montrerons le rôle économique de la Bourse, son importance primordiale, à l'heure actuelle; dans le monde.

La Bourse des marchandises, comme marché central, joue un rôle primordial pour le commerce. En effet, son fonctionnement intéresse à la fois la consommation et la production : la consommation, car c'est là que se débattent et se fixent les prix des matières les plus indispensables à la vie : la production, puisque c'est l'agriculture et l'industrie qui fournissent à la Bourse l'objet des transactions (4).

La Bourse des valeurs est un marché central de capitaux où se rencontrent à la fois des capitalistes, des spéculateurs et des représentants de sociétés par actions et d'États désireux d'émettre des emprunts. Son action est la pierre angulaire du développement économique de chaque nation ; et lorsque son rôle est entravé, le contre-coup s'en fait défavorablement sentir d'une manière très nette dans tous les domaines du commerce et de l'industrie. Il y a même corré-

(1) Expressions de Gomolle et du Docteur Ruhland.

(2) Expressions du Comte de Mollien dans un entretien avec Napoléon, Premier Consul (V. *Les Mémoires d'un ministre du Trésor public*, t. I, p. 250 et s.) et de M. Stanislas de Girardin à la Chambre des Députés française (V. *Le Moniteur* du 17 avril 1824).

(3) PAISANT. — De la Réglementation des marchés à terme sur les céréales. *Revue d'économie politique*, 1898, p. 108 et 109.

(4) V. BLOCH. — *La Bourse de Commerce*, p. 3.

lation si intime entre le marché financier et le commerce et l'industrie, que l'on voit également la situation inverse se produire ; c'est-à-dire la Bourse subir les effets d'une crise commerciale ou industrielle.

D'ailleurs, la Bourse des marchandises et la Bourse des valeurs ne sont pas organisées de la même manière ; cependant elles obéissent à certains principes communs ; ce que l'on constate aisément en envisageant leur fonctionnement : 1^o Elles permettent une concentration de l'activité économique et rapprochent plus intimement l'offre et la demande. Par là, elles facilitent la vente ou l'achat des produits ou valeurs ; 2^o elles permettent de fixer les cours des produits ou valeurs en réunissant un ensemble de conditions particulièrement favorables au libre jeu de l'offre et de la demande ; 3^o enfin, les Bourses jouent un rôle capital au point de vue de la réglementation des prix dans le temps et l'espace.

§ 1. — PLACEMENT DES PRODUITS ET VALEURS.

Si le temps, condition du crédit, est le facteur important du commerce, la distance n'est pas un facteur moindre. La nature met chaque année à la disposition de l'homme, pour la consommation générale, d'énormes stocks de grains, de fruits, de matières textiles, etc., il s'agit ensuite de les distribuer et de les faire parvenir là où le besoin s'en fera sentir.

Ces produits sont dirigés sur de vastes magasins qu'on appelle des entrepôts, qui sont ordinairement situés à proximité des régions d'origine ; mais il arrive qu'ils traversent

de grandes distances pour gagner d'autre entrepôts dans les pays où ils sont demandés.

A côté des entrepôts se tient la Bourse des marchandises ; là les opérateurs, vendeurs et acheteurs sont au courant de l'importance de stocks qui entrent dans ces magasins, de ceux qui en sortent, des prochains arrivages... Ces opérateurs se mettent en relation grâce aux moyens de communications modernes avec les autres Bourses réparties à travers le monde. Ils se tiennent télégraphiquement et continuellement au courant des prix et des besoins présumés des marchandises, etc. Ainsi les marchandises sont attirées sur les places où la consommation à besoin d'elles et, par contre, elles abandonnent les places où elles sont en surabondance.

C'est grâce à ce système répandu à travers tout le monde économique que les produits trouvent leurs débouchés.

La Bourse permet également aux valeurs mobilières de se placer : un État émet un emprunt, une Société par actions se fonde, des quantités de titres sont jetés sur le marché, et c'est à la Bourse qu'on peut se renseigner sur le degré de confiance qu'inspirent ces titres, c'est également à la Bourse que l'on peut se rendre compte de l'importance, à un moment donné, de l'épargne créatrice qui (1) s'offre sur le marché financier.

Autrefois, l'épargne s'investissait principalement dans des placements immobiliers : prêts hypothécaires, ou dans des participations financières à des entreprises industrielles et commerciales. Aujourd'hui, ce genre de placement a perdu

1) GERMAIN-MARTIN. — *Les Banques de dépôts et les Banques d'affaires* (Cours de Doctorat 1927-1928).

beaucoup de son importance et de nouvelles modalités sont apparues : achat de valeurs mobilières, etc.

Lorsque le capitaliste peut investir des capitaux à longue échéance dans des entreprises, il achètera pour son propre compte des valeurs mobilières, soit sous forme d'actions, soit sous la forme d'obligations.

De plus, comme chaque Bourse est en communication permanente avec les Bourses étrangères, il en résulte une tendance à l'uniformité des cours pour les valeurs cotées sur plusieurs places (1). Dès qu'un écart apparaît entre deux cotes, il se trouve des opérateurs spécialistes (arbitragistes) toujours à l'affût pour profiter de cette différence de cours : ils achètent dans la place où les cours sont bas pour vendre dans celle où ils sont élevés : ainsi ils ramènent les cours à la parité (2).

L'orientation des cours des valeurs nationales vers la hausse ou la baisse est toujours observée par les arbitragistes ; la solidarité des marchés est un fait dont ils ne peuvent pas se désintéresser.

§ 2. — L'EXACTE DÉTERMINATION DES PRIX.

On a l'habitude de dire qu'il est plus facile de raisonner dans l'abstrait que dans le concret. Après avoir envisagé

(1) La valeur est dite internationale quand elle est cotée et par conséquent, négociable dans les Bourses de plusieurs pays comme les titres de la Compagnie Générale du Canal de Suez.

(2) Ainsi, quand le change anglais est à Paris de 124 francs pour une livre sterling, un titre qui vaut 20 £ à Londres (en ajoutant au cours coté le montant des intérêts connus) doit être coté à Paris $20 \times 124 = 2.480$ francs pour que les cours soient à la parité.

un problème schématiquement et l'avoir ramené à une équation algébrique, il est plus facile d'étudier le cas concret de plus près, et par la méthode des approximations successives, de se rapprocher de la réalité.

Les Bourses, en facilitant le libre jeu de l'offre et de la demande, aboutissent à l'établissement de cours qui sont la représentation de l'équilibre entre les propositions des acheteurs et celles des vendeurs. On connaît de la sorte la véritable valeur du titre ou du produit; en d'autres termes, on est au courant du *juste prix*.

Cette exacte détermination des prix, obtenue grâce à la fongibilité, se renforce par la publicité : celle-ci permet à un cours coté à la Bourse, par cela même qu'il est connu de tous, de servir de commune mesure à toutes les transactions à la même époque et dans le même pays.

Il serait excessif de dire que ce prix tendra à être partout le même sur le marché, puisque nous sommes en régime de libre concurrence, mais du moins il tendra à se généraliser.

Il nous reste à expliquer comment, à la Bourse, le jeu de l'offre et de la demande qui contribue à former le « juste prix » fonctionne moins imparfaitement que sur les autres marchés.

Pour la formation du *juste prix* il faut un marché idéal, dans un régime de libre concurrence, impliquant la réunion des trois conditions suivantes (1) : les vendeurs et les acheteurs peuvent librement discuter leurs prix ; il n'y a pas d'entente préalable entre vendeurs, ni entre acheteurs, obligeant les premiers à ne pas vendre au-dessus d'un prix

(1) V. STANLEY JEVONS. — *La Théorie de l'Economie politique* (traduction française), pp. 152 et s.

maximum, car à chaque instant, pendant la durée du marché, une publicité parfaite renseigne complètement les vendeurs et les acheteurs sur les quantités de marchandises qui sont offertes et demandées et sur le prix auquel elles sont offertes et demandées.

Or la Bourse se rapproche du marché idéal (1) :

L'unité de prix ne peut tendre à se réaliser, à un moment donné, que pour des marchandises de même qualité. Or, dans la Bourse, la fongibilité est assurée, puisque tous les titres d'une même émission et du même montant nominal sont interchangeables, et puisque d'autre part, dans la Bourse des marchandises, le trafic à terme a pour objet des choses d'une qualité type définie par les règlements.

D'un autre côté, les acheteurs et les vendeurs sont représentés, dans les Bourses des valeurs par des agents de change, dans les Bourses des marchandises par des courtiers. Entre ces intermédiaires qui font des offres et des demandes, un contact aussi étroit que possible est assuré par leur réunion, à certaines heures, dans un même local.

Enfin, la publicité des quantités et des prix offerts, et demandés est parfaitement organisée : dans les Bourses de valeurs, les parties formulent leurs propositions à haute voix : « A tel prix, je donne (ou je prends) telle valeur. » Dans le cas où personne ne répond et où le prix proposé était le prix limite imposé par le client, l'affaire est ajournée. Dans le cas contraire, l'agent de change renouvelle son

(1) Nous sommes redevables de cet ingénieux système de comparaison à M. le Doyen Reboud, *Précis d'Economie Politique*, t. II, n° 1068.

offre à un prix plus bas (ou sa demande à un prix plus élevé), jusqu'à ce qu'il ait trouvé une contre-partie. Le cours de cette négociation est alors inscrit à la cote pour que nul n'ignore l'état du marché. Le principe dont l'observation assure la sincérité des cours est le suivant : un cours ne peut être inscrit à la cote que si toutes les *demandes* faites à des cours *supérieurs* à celui-ci ou si toutes les *offres* formulées à des cours *inférieurs* ont déjà reçu satisfaction (1).

§ 3. — NIVELLEMENT DE PRIX.

Les transactions des Bourses de valeurs mobilières ou de commerce aboutissent souvent à une crise. Il se produit, par suite de certaines circonstances économiques ou politiques, des paniques qui précipitent les cours dans le sens de la baisse. Ou encore on assiste à des hausses de prix qui prennent des allures vertigineuses.

D'ailleurs, il ressort des aperçus précédents que la Bourse concourt à la détermination exacte des prix : donc il est plus facile de *régulariser*, c'est-à-dire *d'unifier* des prix qui ont été déjà *déterminés*, ou *uniformisés*, de telle façon que la valeur de telle marchandise ou tel titre est représentée par un prix unique à tel moment et sur telle place.

Or, la Bourse joue le rôle d'un volant régulateur qui empêche les cours de descendre trop bas ou de monter trop

(1) V. COLSON. — *Cours d'Economie Politique*, t. IV, p. 274.

haut. Elle permet de *régulariser* le prix dans le temps comme elle le *nivelle* dans l'espace. Elle lui donne une stabilité relative (1).

Ce rôle se trouve surtout attribué au marché de Bourse connu sous le nom de *marché à terme*. Que faut-il entendre par là et comment peut-il jouer ce rôle ?

Prenons exemple de l'opération à terme la vente à terme : le vendeur vend des titres à un cours d'ores et déjà déterminé, mais ce sont des titres qu'il ne possède pas encore (2) : par exemple 50 actions Suez. Il vend les titres pour fin de quinzaine ou pour fin du mois. Son intention est très nette : il a l'espoir que les titres baisseront, qu'à la fin de la quinzaine ou du mois ils vaudront moins cher qu'il ne les a vendus et qu'il pourra se les procurer sur le marché à bon compte, pour exécuter la vente qu'il fait à terme. Du côté de l'acheteur, l'achat à terme représente un but tout différent : il croit que dans quinze jours ou un mois les titres seront à un cours plus élevé que celui du comptant et dès lors il pourra les revendre sur le marché en réalisant un bénéfice appréciable. Telle est l'opération à terme.

Voyons maintenant comment l'opération à terme peut

(1) Non pas une stabilité complète, car c'est l'opinion qui fait les cours. Celle-ci est sujette à des modifications de même que se modifient chaque jour les stocks et les besoins (V. THALLER et PERCEROU, *Op. cit.*, n° 384.)

(2) « On dit spirituellement que le marchand à terme se trouve dans la situation d'un porteur d'eau qui vendrait des seaux livrables demain ou à la fin du mois ; il n'a pas l'eau, c'est vrai, mais il y en a à la rivière : il ira en pincer quand il faudra. De même, le marchand pincera quand le moment sera venu au marché qui est la rivière ! » (GIDE. *Op. cit.*, t. I, p. 375.)

jouer un rôle régulateur du cours dans le temps et dans l'espace (1) :

A) Le marché à terme tend à régulariser le cours dans le temps : Le spéculateur, qui prévoit une baisse future du cours d'une marchandise (ou d'une valeur), en vend à terme avec l'espoir de se la procurer à l'échéance à un cours inférieur à celui de la vente. Il se portera acquéreur s'il prévoit une hausse des cours. Ainsi, quand il vend, son offre s'ajoute à celles d'autres vendeurs et tend à déprimer les cours. Plus tard, à l'échéance, sa demande s'ajoute à celles des autres demandeurs et tend à relever les cours. Même si le vendeur opère à découvert et si l'acheteur n'a pas l'intention de se faire livrer la marchandise, l'offre et la demande régularisent le prix avec autant d'efficacité que si les opérations étaient fermes.

Il peut se produire une panique, et sur le marché au comptant la baisse se précipite. Les spéculateurs se livrent alors à de grosses opérations à terme ; ils font des achats en masse livrables à terme. Ces achats du terme ont pour effet d'empêcher que la chute des cours du comptant ne s'accroisse davantage. L'opération à terme, de la sorte, joue le rôle de régulateur ; elle empêche la chute illimitée des cours du comptant.

B) Le marché à terme tend à égaliser le cours dans l'espace : Si les cours sont « équivalents » sur deux marchés différents, compte tenu du prix, du change des monnaies et des

(1) Cette idée n'est pas unanimement acceptée ; on prétend que le marché à terme joue un rôle perturbateur. C'est vrai, lorsqu'il est accompagné de manœuvres susceptibles de modifier la marche naturelle des cours.

frais des opérations de transport, on dit qu'ils sont « à la parité ». Mais dès qu'un écart, injustifié ou disproportionné, apparaît entre les deux cours, autrement dit, lorsqu'ils ne sont pas à la parité », il se trouve toujours des arbitragistes à l'affût : ils achètent les marchandises en disponible sur la place *A* où existe une baisse des cours et les vendent à terme sur la place *B* où les cours sont hauts. Ils peuvent encore acheter à terme sur la place *A* et vendre à terme aussi sur *B*, et opérer ensuite une liquidation par deux opérations inverses si les prix montent en *A* et baissent en *B*.

Ainsi, les arbitragistes font disparaître et utilisent à leurs avantages cet écart dans les cours. Tant qu'il persistera, ils continueront à acheter sur le point où les produits sont bon marché et à vendre là où les produits sont chers. Mais les achats répétés font remonter la valeur là où elle est dépréciée ; les ventes, au contraire, dégonflent cette valeur là où elle est souflée. Par les demandes et les offres, se produisant aux deux endroits sensibles, aux deux extrémités de la chaîne, la tension de cette chaîne s'atténuera progressivement pour s'évanouir ensuite et faire place à un mouvement en sens inverse, analogue à celui de la pendule. Et c'est ainsi que le nivellement dans l'espace tend à s'établir (1).

Les reports peuvent aussi donner lieu à des opérations d'arbitrage qui tendent à égaliser dans l'espace les prix d'une marchandise particulièrement importante. Cette marchandise, c'est le capital sous sa forme abstraite, l'argent dans le sens de pouvoir d'achat, et son prix s'appelle l'intérêt. Les arbitrages en report tendent à niveler le taux de l'intérêt

(1) V. MARSHALL. — *Industry and Trade*, p. 253.

sur les divers marchés financiers : parce que les capitalistes retirent les capitaux disponibles et les titres flottants des places où leur abondance réduit leur rémunération pour les employer en reports, à un prix plus élevé, sur les places qui en manquent. Ainsi s'opère, « sous forme d'arbitrages colossaux, une égalisation du taux de l'intérêt qui, très souvent, n'est pas appréciée à sa juste importance (1). »

(1) ALLIX. — *Des reports dans les Bourses de valeurs* (Thèse Paris, 1900), p. 163.

CHAPITRE III

LA SPÉCULATION EN BOURSE

« *Corruptio optimi pessima.* »

SECTION PREMIERE

LA SPÉCULATION EN GÉNÉRAL

La spéculation, au sens propre du mot, est la prévision des chances de gains dans le but de les réaliser et les chances de perte dans celui de les éviter. Les différences de fortunes, de l'inégalité de facultés de l'esprit humain, sont aussi légitimes que celles provenant de l'inégalité des forces physiques ; c'est la source des inégalités sociales.

Au sens commercial du mot, la spéculation est le fait de prévoir les différences de prix et de chercher à en tirer profit (1). Ainsi, dans une organisation économique dont l'échange forme la base, il existe toujours un élément de spéculation. Adam Smith, dans *La Richesse de Nations*, dit :

(1) V. PERREAU. — *Economie politique*, t. II, n° 523 ; COLSON. — *Cours d'Economie politique*, t. IV, n° 306.

« L'établissement d'une nouvelle manufacture dans une branche nouvelle de commerce, ou dans une pratique nouvelle dans l'art de l'agriculture, est toujours une spéculation dont les réalisateurs comptent tirer des profits extraordinaires (1) ». Mais, le commerçant, l'industriel et le cultivateur ne sont pas les seuls à spéculer ; le père de famille qui achète en gros ses provisions spéculé, le capitaliste en quête de placement pour ses fonds spéculé : qu'il s'agisse d'acquérir une maison, une terre, une valeur mobilière, il tient compte non seulement du revenu mais des variations de la valeur en capital (2).

Mais comme il n'est ici question que de la spéculation en Bourse, on peut dire que c'est un acte « accompli par des personnes qui, à l'aide de connaissances spéciales et de prévisions raisonnées, s'efforcent de profiter des écarts naturels des prix d'une valeur ou d'une marchandise, dans le temps ou dans l'espace, pour réaliser un bénéfice » (3).

La spéculation, ainsi définie, s'exerce dans le temps et

(1) « The establishment of any new manufacture of any new branch of commerce, or of any new practice in the art of agriculture is always a speculation from which the projector promises himself extraordinary profits. » — V. HOYNE (Thomas Temple), *Speculation, its sound principles and rules for its practice*, p. 29.

(2) La spéculation est reconnue comme légitime par saint Thomas : « Summa theologica », 2a, 2da, quæst. 77, art. 3. « Si venditor deferens triticum ad locum ubi est caristia frumenti sciat multos se venire qui deferent ; quod si sciretur ab ementibus minus pretium darent Hujusmodi auctor non oportet dicere venditorem... Respondest... dicendum... in casu proemisso in futurum res expectantur esse minoris valoris per super-ventum negotiatorum qui ab invenit non videtur contra justitiam facere, si quod futurum est non exponat. Si tamen exponeret vel de pretio subtraheret, abundantioris esset virtutis : quamvis ad hoc non videatur feneri ex justitiæ debito. »

Aristote relate aussi certains cas de spéculation. *Politique*, liv. I, chap. ix, § 6.

(3) REBOUD. — *Précis d'Economie Politique*, t. II, n° 1070.

dans l'espace, puisque en prévision d'une hausse ou d'une baisse, le spéculateur achète ou vend pour profiter du cours à terme. Lorsque les cours d'une marchandise ou d'une valeur sont différents sur deux marchés, il achète sur le marché où les cours sont plus bas pour revendre sur l'autre marché où les cours sont plus hauts. Le spéculateur, donc, doit être au courant des variations de cours dans le temps et dans l'espace, des conditions de la production et du commerce; il doit calculer les prix de transport entre deux places et se tenir au courant des événements politiques et économiques.

Avec le marché à terme, la spéculation devient plus complexe. Prévoit-on une hausse ou une baisse ? On achètera ou on vendra à terme (1), et l'on verra s'engager entre haussiers et baissiers une lutte acharnée. Ainsi la spéculation apparaît comme une fonction économique très difficile à bien remplir, à raison de l'étendue exceptionnelle des connaissances qu'elle suppose et des risques qu'elle fait courir.

D'ailleurs, on ne peut parler de la spéculation en Bourse, qui est la prévision rationnelle des variations des cours, sans parler de trois abus qui peuvent modifier le marché à terme : le jeu, l'agiotage et l'accaparement.

La spéculation dégénère en *jeu* quand, dans une opération à terme, on achète ou on vend en spéculant, sans étude approfondie et sans connaissances spéciales des qualités des titres et de la situation des entreprises.

La spéculation n'a rien à faire avec la chance. Chaque action est gouvernée d'avance par une loi. Mais découvrir toujours cette loi dominante, et prévoir des effets exacts à la

(1) V. MARSHALL. — *Industry and trade*, p. 263.

vérité sous conditions différentes, est une question de connaissances profondes, d'observation et de patience (1).

A la différence du spéculateur qui se contente de profiter des écarts naturels des cours, l'*agioteur*, par des manœuvres frauduleuses et des rumeurs habilement propagées, s'efforce de provoquer ou d'accentuer artificiellement la hausse ou la baisse des cours (2).

Quant à l'*accaparement* c'est la constitution d'un monopole momentané par certains spéculateurs dans le but de dominer le marché et de faire monter le prix (3).

SECTION II

LA SPÉCULATION A LA HAUSSE ET LA SPÉCULATION A LA BAISSÉ

Il y a dans toutes les Bourses des valeurs et des marchandises des spéculateurs de profession, à qui l'expérience et la science des combinaisons de la cote ne font assurément pas défaut. Suivant les circonstances ils sont haussiers ou

(1) V. HOYNE. — *Op. cit.*, p. 173, 183 et 230.

(2) D'Aguesseau a défini ainsi l'agiotage : « C'est une espèce de commerce de papier qui ne consiste que dans l'industrie et dans le savoir-faire de celui qui l'exerce, par le moyen duquel il trouve le secret de faire tellement hausser ou baisser le prix du papier, soit en vendant ou en achetant lui-même, qu'il puisse acheter à bon marché et revendre cher. » (*Œuvres* du Chancelier d'Aguesseau, t. X, p. 176.)

(3) En mai 1901, aux États-Unis, deux groupes de financiers se disputèrent les actions de la Northern Pacific Company : il y eut une tentative d'accaparement. En un seul jour, le cours des actions s'éleva de 170 à 1.000 dollars. Des trains spéciaux furent commandés sur tous les points du territoire où se trouvaient des détenteurs d'actions Northern Pacific.

baissiers (1). C'est entre ces deux groupements que se livrent les luttes les plus acharnées et les plus impitoyables. Être haussier ou baissier, c'est une affaire de prévision et de calcul plus que de tempérament, et c'est une intuition qui détermine chaque spéculateur à prendre alternativement l'une ou l'autre position (2)...

En général, les haussiers sont des acheteurs à terme qui n'achètent que pour revendre, espérant la hausse des cours ; et les baissiers sont des vendeurs à terme qui spéculent en opérant « à découvert ». Ils vendent avant d'avoir acheté ; ils comptent se racheter sur un cours moins élevé que celui de leurs ventes primitives (3). Dans le premier cas comme dans le deuxième, le bénéfice à attendre, si les conjectures se réalisent, est la différence entre les deux cours diminuée des frais de l'opération (4).

Un spéculateur A, prévoyant une hausse des cours des actions Royal Dutch (Royale Neerlande Petrole), achète

(1) En Angleterre et aux États-Unis d'Amérique on les appelle « Bulls » et « Bears », les *taureaux* et les *ours*, parce que les premiers portent la tête haute et les seconds vont la tête basse.

(2) Il faut être « haussier » en principe et « baissier » d'occasion, s'il s'agit de titres solides payant régulièrement des coupons, parce que la hausse est le mouvement normal de cette catégorie de valeurs et la baisse le mouvement accidentel qui dure peu et s'efface vite ; les coupons se regagnent par la hausse des cours. S'agit-il, au contraire, de titres aléatoires dont les cours sont sujets à de grosses variations, il ne faut pas être haussier ni baissier, mais opportuniste, en suivant au jour le jour les variations des cours. V. MILLS. — *Grammaire de la Bourse*, p. 550.

(3) Nous disons « en général » au terme, car on peut spéculer aussi sur le marché au comptant comme sur le marché à terme, mais le champ est beaucoup plus vaste dans le second que dans le premier, étant donné que le marché à terme est l'instrument par excellence de la spéculation.

(4) Les frais de courtage et l'impôt sur les opérations de Bourse.

le 18 juin 50 actions de cette valeur à 4.500 francs, au 30 juin, date de la prochaine liquidation et terme convenu pour l'exécution du marché. Si la hausse se produit et *A* se trouve pouvoir revendre ses actions le 30 juin au prix de 4.550 par action, il aura un bénéfice brut de 50 francs par action, soit 2.500 francs au total, dont il faut déduire les frais de courtage et l'impôt sur les opérations de Bourse.

Envisageons la situation d'un spéculateur à la baisse : *B*, prévoyant une baisse des cours des actions Goldfields. Il vend « à découvert » le 18 juin 50 actions de cette valeur à 300 francs au 30 juin. Si la baisse se produit et le cours est descendu à 280 francs par action, il peut acheter ses 50 actions, le 30 juin, au prix de 280 francs pour les livrer à son acheteur. Son bénéfice brut sera 20 francs par action, soit 2.000 francs au total, moins le courtage et l'impôt.

Évidemment, ces fluctuations des cours ultérieures à la conclusion du marché n'intéressent que l'acheteur ayant pour but la revente ou le vendeur à découvert (1). Elles n'intéressent point l'acheteur à terme qui veut mettre les titres dans son portefeuille, ni le vendeur qui n'opère pas à découvert c'est-à-dire qui est déjà nanti de titres.

*
* *

La baisse est toujours plus sévèrement jugée par l'opinion populaire que la hausse et tandis que le haussier est considéré

(1) On désigne parfois le parti des haussiers sous le nom de « spéculation » et le parti des baissiers sous celui de « découvert ».

comme « *persona grata* » (1), le baissier est un « personnage mal vu » (2).

Mais en matière de finances de Bourse, le public ne voit pas le fond des choses et ne juge pas sainement les événements. Comme il associe « toujours » la hausse à une idée de prospérité générale, la baisse l'effraye.

Cette appréciation populaire est erronée. Le baissier est socialement utile comme le haussier, il remplit un rôle également nécessaire, quoi que moins sympathique, en invitant incessamment la Bourse à des appréciations modérées. Quand la hausse dépasse toute mesure et que la valeur ne peut donner un taux de rendement proportionné au prix auquel la spéculation à la hausse l'avait portée, le cours s'effondrera, impuissant à tenir un moyen terme, précipité par la panique ; mais la spéculation à la baisse, en faisant contrepoids à ces excès, équilibre le marché et le préserve de la débâcle.

D'ailleurs, les facteurs qui devraient logiquement provoquer la hausse ou la baisse des cours ne produisent pas toujours leurs effets immédiats ; même, quelquefois, ils produisent des effets contraires. Un facteur qui devrait déterminer la hausse d'une valeur ne produira pas ses effets si l'ambiance générale est mauvaise (3).

(1) GIDE (Charles). — *Cours d'Economie Politique*, t. I. p. 377.

(2) *Ibid*, p. 388.

(3) Les facteurs qui produisent la hausse ou la baisse en Bourse sont généralement d'ordre financier, économique ou politique :

A. — Cause de la hausse :

a) Causes financières. — L'abaissement du taux de l'escompte, l'abondance des capitaux, les rachats à découvert, la hausse des cours du change étranger, les interventions de la haute banque,

Quoiqu'un marché soit ordinairement plus sensible aux mauvaises nouvelles qu'aux bonnes, une mauvaise nouvelle, plus ou moins prévue, ne produit pas toujours la baisse lorsqu'elle est confirmée ; il arrive en effet que lorsqu'elle est rendue officielle, ceux-là mêmes qui l'avaient le plus escomptée seront quelquefois les premiers à ne plus en faire grand cas. Prévue longtemps à l'avance, on a eu le temps de s'habituer à son éventualité, elle finit par être normale et n'entraîne pas les conséquences auxquelles on croyait pouvoir s'attendre.

D'autre part, il arrive également que, craignant la trop forte dépréciation due à l'annonce des mauvaises nouvelles,

l'annonce d'un premier dividende d'un titre déterminé, s'il n'en a pas encore donné, ou son augmentation sur les précédents, spécialement l'augmentation du capital social pour les parts de fondateur, etc... ;

b) Causes économiques. — La hausse des matières premières (caoutchouc, pétrole, cuivre, etc...), la découverte d'un premier ou d'un nouveau filon pour une mine, la réduction des frais généraux par des procédés faisant ressortir pour un nouvel exercice un coefficient du prix de revient moins élevé, l'augmentation de la consommation qui détermine l'augmentation de prix, etc... ;

c) Causes politiques. — Démenti officiel des nouvelles pessimistes, l'avènement au pouvoir d'un ministère favorable à la défense des intérêts matériels, traités de commerce plus avantageux, diminution des frais de douane, etc...

B. — Cause de la baisse :

Les causes qui déterminent la baisse sont exactement contraires à celles qui déterminent la hausse. Il est cependant bon d'en préciser quelques-unes :

L'élévation du taux d'escompte, d'où resserrement des capitaux, la cherté des reports, les impôts sur les valeurs mobilières, la baisse des cours du change étranger, l'aggravation des charges du budget, les grosses livraisons de titres, les réalisations des acheteurs après une hausse excessive, la vente du découvert jugeant opportun de se placer vendeur à des cours trop élevés, la diminution ou suppression du dividende sur tel ou tel titre en vue, l'augmentation du capital d'une société dont les actions de capital sont traitées à terme.

les promoteurs et les banques qui patronnent une entreprise forment un syndicat pour soutenir les cours du titre et que les effets non seulement enrayent la baisse, mais provoquent la hausse.

Les fluctuations des cours sont dominées par des lois qui sont conditionnées par des facteurs psychologiques. Malgré cela, la Bourse est réglée par un ensemble de lois qui finissent toujours par prendre le dessus, quand bien même on les aurait méconnues pendant quelque temps. C'est ainsi qu'un titre franchement mauvais, ayant connu une hausse factice, est, tôt ou tard, ramené au niveau de sa valeur réelle et que, de même, un bon titre délaissé se relèvera inévitablement.

Etant donné que les marchés sont avant tout des manifestations psychologiques, la hausse se poursuit généralement pendant des périodes relativement longues, et tant qu'aucun événement ne vient troubler la confiance du public et entraîner, comme conséquence la baisse par des fortes secousses, les cours tendent à s'élever peu à peu (1). Mais la baisse arrivera fatalement à son heure, car indépendamment de ces événements, l'exagération des cours, ainsi qu'il s'en produit après une longue période de hausse, entraîne brusquement une chute des cours. La baisse est toujours plus rapide que la hausse : tandis que celle-ci peut durer des années en gagnant tout au plus à chaque liquidation un point ou un demi-point, au contraire une baisse de cinq points, même plus, se produit dans une seule Bourse.

Aussi bien que la baisse se produise plus rarement que la

(1) Ne fût-ce que par la baisse continue du taux de l'intérêt. V. OWENS (Richard) et HARDY (Charles). — *Interest Rates and stock Speculation*, p. 18 et s.

hausse, les bénéfices à attendre de celle-ci sont beaucoup moins grands que ceux qui proviennent de celle-là. Mais, spéculer à la baisse, n'est pas facile à tout le monde. Une pareille position n'est d'ailleurs possible que pour les très gros spéculateurs, qui ont assez de capitaux pour pouvoir attendre les jours de la baisse. Ils sèment pour récolter plus tard. Mais le public se méfie toujours d'eux et n'est jamais de leur parti ; dès que la baisse se dessine, il s'enfuit et se gare et ne reparaît qu'à la suite des spéculateurs plus hardis qui reprennent le mouvement de la hausse.

Ces gros spéculateurs, véritables rois de la Finance moderne, sont des psychologues avant tout. Ils comprennent à merveille la mentalité des autres petits spéculateurs, le public y compris. Ils surveillent le marché de leur haute tribune, et interviennent de temps en temps pour ou contre les haussiers ou les baissiers, mais jamais ils ne se mêlent à eux (1). Les autres ne sont que des « moutons » (2) qui changent de place suivant la canne du berger.

En agissant ainsi, les gros spéculateurs d'aujourd'hui n'utilisent pas beaucoup le système de leurs précurseurs, qui manipulaient les cours avec des fausses nouvelles et des rumeurs et gardaient ainsi le marché assez longtemps à leur merci. Aujourd'hui, une fois qu'une fausse nouvelle est diffusionnée, un démenti arrive de suite et quelquefois le démenti paraît dans un quotidien avant que la fausse nouvelle ne soit arrivée à ses lecteurs.

En outre, leurs liaisons avec les hommes d'État leur pro-

(1) V. HOYNE. — *Op. cit.*, p. 130 et s

(2) *Ibid.*, p. 142.

turent à l'avance des nouvelles politiques (1). Ils recourent dans leur tripotage à un procédé qui leur met à un moment donné le marché dans la main ; il est connu en Angleterre et en Amérique sous le nom de « Manipulation » (2). Ces gros *manipulateurs* veulent que la Bourse demeure active ; ils donnent un nombre d'ordres d'achats égal aux ordres des ventes ; s'ils veulent la hausse des cours, ils augmentent le nombre d'ordres d'achats plus que les ventes, et inversement pour la baisse (3).

Les hauts manipulateurs dissimulent souvent leur action sous la forme d'un syndicat qui choisit une valeur *remorqueurs* (4), qui soit de nature à surexciter les espérances du public. Le syndicat commence le mouvement d'achat qui se continue au moyen de reports auxquels les grandes sociétés de crédit emploient les fonds des dépôts (5). Grâce

(1) Le 18 juin 1815, Nathan Mayor Rothschild était à Waterloo dans l'état-major de Wellington. Dès que la bataille fut dessinée, il court à Londres où l'on ne connaissait que la journée du 16 où Blücher avait été battu à Ligny et les ventes qu'il fait faire par ses courtiers précipitent les cours. Pendant ce temps, il faisait faire par des agents secrets des achats énormes de Consolidés, et il réalisa des millions quand, quelques heures après, la nouvelle de la victoire des Alliés éclata.

(2) V. HOYNE. — *Op. cit.*, p. 188 et s.

(3) La Commission Hughes, formée à New York en 1909, a envisagé la manipulation sous deux formes : La première est la manipulation qui a pour but le placement des titres émis par des entreprises nouvelles ; elle est utile pour procurer les capitaux nécessaires aux entreprises. La seconde est la manipulation en vue de profiter des écarts des cours. Sous cette forme elle est sujette à des critiques amères. (V. Samuel UNTERMYER. — *Speculation on the Stock Exchanges and Public Regulation of the Exchanges*. (Communication au Meeting de l'« American Economic Association » à Princeton, New Jersey, décembre 28-31, 1914.)

(4) V. JANNET (Claudio). — *Le Capital, la spéculation et la finance au XIX^e siècle*, p. 382.

(5) V. GERMAIN-MARTIN. — *Les Banques de dépôts et les banques d'affaires* (Cours de Doctorat, 1927-28.)

à la publicité dans les quotidiens et les journaux financiers, qui est un accompagnement nécessaire pour le mouvement (1), le public s'y mêle et les cours montent. Pendant ce temps, les membres du syndicat vendent leurs titres peu à peu et, quand le public a tout absorbé, le syndicat laisse la valeur qui retombe au prix réel qu'elle doit avoir. Si la spéculation est poussée à outrance, la fièvre monte à une température de délire et les spéculateurs de second ordre, engagés au delà de leur force (2), tombent en déconfiture ; la hausse vertigineuse se transforme en effondrement subit des cours. Ainsi les membres du syndicat, pour *mânier* la Bourse, changent de direction et vendent à « découvert », profitant de la baisse.

Les opérations de *manipulation* ont plus de chance de réussir dans la Bourse des valeurs que dans la Bourse des marchandises. Parce que, à la première, les acheteurs et vendeurs des titres se composent, outre les professionnels, d'une grande partie du public qui a peu d'argent placé en valeurs ; or, la plupart de ces particuliers ignorent totalement la situation réelle des États ou des Sociétés qui ont créé ces titres ; ainsi il n'est pas facile d'induire cette clientèle en erreur par les fauses manœuvres de la manipulation. Tandis qu'à la Bourse des marchandises, les véritables acheteurs et vendeurs de coton, sucre, farine, caoutchouc, métaux, etc. sont des négociants ou industriels professionnels dans ces produits ; seuls, parmi eux, les petits cultivateurs et les petits détaillants sont peu renseignés (3).

(1) V. UNTERMYER. — *Op. cit.*

(2) Over-Traders, V. HOYNE. — *Op. cit.*, p. 147 et 193.

(3) Certes, il y a aussi des particuliers qui connaissent mal l'article

L'expérience a montré que, dans la plupart des cas, les manipulateurs qui tendent à fausser les cours des marchandises échouent toujours. En 1897, à la suite d'une récolte déficitaire en Europe, M. Leiter engagea à Chicago des opérations qui, en dix mois, arrivèrent à doubler les cours du froment de 16 ou 17 francs le quintal à 35 ; mais, débordé par les masses d'offres qu'il ne pouvait absorber, même en empruntant, il dut finalement les laisser retomber au-dessous du niveau initial.

En 1886, la Société des Métaux, en présence d'une chute des cours du cuivre de 1881 à 1886, résolut de profiter de cette chute des prix pour entamer une vaste opération spéculative. En effet, le cours du cuivre, qui avait été de 185 francs en 1881, était tombé à 103 francs les 100 kilos en 1886. En présence de cette chute, nombre de mines avaient dû cesser leurs exploitations, par ce que le rendement n'était plus rémunérateur. On assista alors à une réduction du stock apparent de cuivre, qui tomba de 66.000 tonnes en 1886 à 45.000 tonnes en 1887. C'est le moment où la Société des Métaux jugea qu'une opération de spéculation pourrait être heureusement conduite. Elle demanda au Comptoir National d'Escompte son concours pour des crédits très importants. Le syndicat de hausse était dirigé par un homme très entreprenant, M. Secrétan, qui a fait le raisonnement suivant : étant donné la raréfaction des stocks et la fermeture de nombreuses mines, on peut faire une politique de hausse de prix. L'espoir de Secrétan était de faire monter en une année les prix du cuivre au cours de 1881 ; et, en effet,

sur lequel ils opèrent, mais leur intervention comme spéculateurs ne trouble les cours que momentanément.

pendant 14 mois, la tonne de cuivre valut 1.875 francs sur le marché de Londres. Seulement, la hausse était due aux achats considérables du syndicat. Mais les mines qui avaient fermé à l'époque de baisse de prix, allaient réouvrir leurs exploitations, la consommation fut réduite par suite de la substitution d'autres métaux au cuivre devenu cher et, au mois de février 1889, les stocks existants et connus étaient de 120.000 tonnes; de plus, il y avait 30.000 tonnes de marchandises sur navires.

En présence de cette hausse des stocks fort inattendue pour lui, Secrétan passe un contrat avec les plus puissantes Sociétés cuprifères, espérant ainsi arriver à stabiliser les prix en hausse; mais c'était en vain, un moment vint où il ne fut plus possible d'absorber les stocks grossissants et l'opération finit par l'écroulement de la Société des Métaux, entraînant avec elle le Comptoir National d'Escompte qui la soutint (1).

SECTION III

LE RÔLE ÉCONOMIQUE ET SOCIAL DE LA SPÉCULATION.

Quand la spéculation revêt la forme des opérations de Bourse et plus particulièrement du marché à terme, qui n'est pas sans doute le seul instrument possible, mais l'instrument le plus souple et le mieux en main dont elle puisse disposer, elle joue un double rôle important : stimulant pour le place-

(1) V. GERMAIN-MARTIN. — *Op. cit.*, et COLSON. — *Op. cit.*, t. IV; p. 292.

ment des capitaux et avertissement des événements futurs (1).

1^o *Stimulant pour le placement des capitaux* : au jour de l'émission d'un emprunt d'État ou du capital d'une Société, l'État ou les fondateurs de l'entreprise ne peuvent pas s'adresser au marché au comptant, l'épargne n'est pas encore prête à s'y placer. Il convient de lui laisser le temps, soit de se former, soit de réagir contre une défiance instinctive à l'égard de toute valeur nouvelle. Les spéculateurs interviennent en qualité d'intermédiaires et composent un corps de souscripteurs qui se rend acquéreur d'une grande partie ou de la totalité des titres de l'emprunt ou de l'entreprise. Au fur et à mesure que la valeur gagne la confiance du public et que les cours s'élèvent, ils liquident successivement leur marché par une *contre-opération* en revendant les titres au public et recevant eux mêmes pour leurs services la différence pécuniaire correspondante à l'écart des cours.

Cet écoulement sans secousse, suppose le fonctionnement du marché à terme. Cela peut exiger un temps assez long ; jusque-là les titres restent *flottants*, ils ne sont pas encore *classés*.

Si la valeur ne gagne pas très rapidement la confiance du public et que la hausse escomptée ne se produit pas, les spéculateurs prorogent leur situation d'acheteurs par une

(1) Telles sont les deux fonctions données par A. OSBORN dans la monographie publiée dans le *Colombia Studies* mais le Professeur Emery, de la « Yale University », en ajoute une troisième : la spéculation *per se* (c'est-à-dire la pure spéculation) crée une classe des individus qui sont prêts toujours à assumer les risques. V. EMERY. — *Speculation on the Stock Exchanges and public Regulation of the Exchanges*. Communication au Meeting de l'« American Economic Association », à Princeton, New Jersey, décembre 28-31, 1914.)

V. COLSON. — *Op. cit.*, t. IV, p. 308 et s. ; PERRAU, *op. cit.*, t. II, n° 535.

série de *reports* ; si les prévisions des spéculateurs sont justes, ils liquident leurs reports avec bénéfices en plaçant les titres sur le marché au comptant qui les absorbe.

Encore grâce aux prévisions des spéculateurs, on connaît sur le marché si le moment est favorable ou non pour l'émission des emprunts ou la création de nouvelles entreprises. Ainsi l'abondance des titres sera proportionnelle à la puissance d'absorption du marché.

2^o *Avertissement des événements futurs* : Les spéculateurs prévoient toujours les écarts de cours pour en bénéficier ; ils achètent ou vendent dès qu'ils s'aperçoivent des causes de hausse ou de baisse encore invisibles au public. Par ces sortes d'*arbitrages* dans le temps ou dans l'espace, ils dessinent en avance le mouvement des cours et en diminuent par suite la brusquerie.

Pour les marchandises en général, cette opinion est d'une importance capitale ; car la hausse ou la baisse anticipée ralentit ou accélère la consommation qui tend ainsi à éviter qu'il y ait disette ou pléthore dans les stocks.

Les produits agricoles sont sujets, avant la période de récolte, à une série d'opérations d'achat et de vente. La réalisation de la récolte n'influera pas sensiblement sur les cours. Ainsi la hausse ou la baisse, conséquence naturelle du déficit ou de l'abondance, au lieu de se manifester par des soubresauts, sera progressivement affirmée par des variations si faibles dans les cours qu'elles passeront à peine aperçues.

La spéculation, par ses prévisions fournit, une contrepartie, soit aux offres, soit aux demandes, qui peuvent à un moment donné être en excès sur le marché du comptant.

Une récolte extrêmement abondante ne trouverait pas une demande suffisante au comptant, mais la spéculation la lui fournira sur le marché à terme. Ainsi, la fabrication meunière s'approvisionne en blé peu à peu, selon les besoins. Abstraction faite des spéculateurs, le prix du comptant sera le seul régulateur des cours qui seront instables; suivant l'activité plus ou moins accentuée ou ralentie de la fabrication, le prix se relèvera par soubresaut pour retomber après.

Mais, avec la spéculation, la récolte est traitée tout entière à terme par les spéculateurs. Alors, par l'intervention des spéculateurs qui occupent dorénavant la place des consommateurs, les fluctuations trop brusques des cours disparaîtront (1).

Ainsi prévues, escomptées par la spéculation les fluctuations à venir peuvent s'en trouver adoucies; les marchandises et les titres se répartissent sans à-coups et les prix s'égalisent en des lames plus douces (2).

Encore la spéculation tend à égaliser les cours en limitant les écarts qui ne répondent pas à des prévisions rationnelles. En cas de panique ou d'emballement, quand une guerre éclate ou qu'une crise momentanée ébranle le crédit d'un État ou d'une Société anonyme, l'épargne manquant de sang-froid se défait des titres menacés: c'est alors que la spéculation relève les cours avec des achats à terme. Inversement, quand les capitaux se précipitent sur des valeurs

(1) V. THALLER et PERCEROU. — *Traité élémentaire de droit commercial*. N° 837.

(2) V. TRUCHY. — *Economie Politique*, t. II, p. 230. SAVOUS. — *Etude économique et juridique sur les Bourses allemandes de Valeurs et de Commerce*, p. 62.

déjà classées, la spéculation arrête la hausse avec des ventes à découvert (1).

Pour terminer, nous demandons si la spéculation empêche les brusques variations des cours ?

Bien que la spéculation ne soit pas la cause unique de ces variations et qu'elles soient dûes autant, et plus même, à l'influence des événements extérieurs qu'à celle de la spéculation, on peut, sans inconséquence, répondre affirmativement. S'il est vrai, en effet, que la spéculation redoute les gros mouvements qui peuvent causer sa ruine et empêche que les alternatives des cours, vers la hausse ou la baisse, se fassent par des soubresauts trop brusques, elle n'est point intéressée à les produire, si effectivement elle les produit quelquefois.

Lorsque, au contraire, l'horizon politique, sous la menace d'une crise imminente s'assombrit et que les cours sont emportés au hasard dans les tourbillons de l'imprévu, la spéculation se tient sur le qui-vive et tous ses efforts, loin de venir en aide aux événements, tendent au contraire à paralyser leur influence et à empêcher une catastrophe.

Lorsque les événements sont au calme plat et que les cours subissent l'atonie de l'atmosphère politique, les efforts de la spéculation tendent à les faire sortir de cet engourdissement passager et, plus d'une fois, elle réussit à produire des mouvements favorables à ses combinaisons.

On peut donc résumer les fonctions de la spéculation en disant avec J.-B. Say : « La spéculation offre le grand avantage de retirer une marchandise de la circulation lorsqu'elle

(1) V. COLSON. — *Op. cit.*, p. 308-309.

est trop abondante, pour l'y reverser lorsqu'elle devient rare. » (1)

Tel est le rôle de la spéculation et s'il ne s'est guère manifesté au cours de la Grande Guerre, c'est parce que, presque tous les pays riches étaient englobés dans les conflits dont l'amplitude ne laissait presque nulle part de ressources disponibles. En tout cas, l'inefficacité d'un organisme, dans cette calamité mondiale sans précédent, n'enlève rien à son utilité (2).

SECTION IV

LE PROCÈS DE LA SPÉCULATION.

AVANTAGES ATTRIBUÉS ET CRITIQUES ADRESSÉES.

Nous avons expliqué les fonctions de la spéculation et cela l'a fait voir par ses beaux côtés, mais toute chose a ses mauvais côtés, toute institution ses abus, tout avantage traîne après soi ses inconvénients et la spéculation ne peut échapper à la commune loi ; et, comme dit Proudhon : « Les pires abus sont ceux qui s'attachent aux meilleures choses (*corruptio optimi pessima*) » (3), elle recrute parmi les juristes et les économistes de nombreux et ardents défenseurs, comme elle ne rencontre pas parmi eux et le public des adversaires moins implacables. Le Professeur Emery dit : « Il était marqué d'un intervalle à l'autre sur l'ancien

(1) On a comparé encore les grands marchés de spéculation à des « vases communicants » où s'élève le niveau des quantités et des prix, en raison de la contenance de chacun. E. VIDAL. — *Les marchés à terme sur marchandises*, p. 33.

(2) COLSON. — *Op. cit.*, p. 309.

(3) PROUDHON. — *Manuel du spéculateur en Bourse*, p. 16.

almanach de l'agriculteur : pour ce temps la pluie est prévue. De la même manière, notre almanach de législation industrielle porte toujours d'un temps à l'autre : pour ce temps, une législation pour le contrôle de la spéculation est prévue. Des voix pour une législation pareille s'élèvent sans raison plus solide que les raisons de prévisions de l'almanach de l'agriculteur (1). »

Les trois voix colossales qui se sont élevées au cours des XVIII^e et XIX^e siècles, sont celles de d'Aguesseau, Troplong et Proudhon.

D'Aguesseau (2) a donné des conclusions sévères contre l'agiotage (3). Il condamne énergiquement « celui qui a la malice de répandre de faux bruits pour rehausser ou pour abaisser la valeur de certains effets » et il n'hésite pas à déclarer que le « gain qu'un marchand peut faire par un tel artifice est sans cause » ; parce que l'erreur des hommes n'est pas une, encore moins l'erreur que celui qui en profite leur inspire (4).

(1) « *The old Farmer's Almanac* used to carry at stated intervals the legend, « About this time expect rain ». In the same way our almanac of industrial legislation might carry at stated intervals the legend, « About this time expect legislation in control of speculation. » Demands for such legislation seem to come at intervals without any particular regularity and, so far as I can see, with no more particular reason at the special time that the reasons for the predictions in the Farmer's almanac. » EMERY, *op. cit.*

(2) Sacrifié par le Régent Royal à la faveur souveraine du nouveau directeur de la Banque Royale, exilé de la capitale en 1718 pour crime de condescendance au Parlement ; retiré des affaires, il composait son mémoire en 1720 sur le commerce des actions, et comme il avait devant lui le système Law, il jetait un regard sévère sur le négoce dont la Compagnie des Indes venait d'être l'occasion.

(3) *Œuvres* du Chancelier d'Aguesseau, t. X, p. 176. V. p. 56, note 3

(4) *Ibid.*, p. 173, 184 et 188.

Aussi, il présente l'agioteur comme « un perturbateur du bien public et un ennemi du genre humain » (1), parce qu'il détruit l'effet de l'opposition des intérêts entre les vendeurs et les acheteurs, c'est-à-dire entre l'offre et la demande. « Si ces deux qualités, dit-il, se trouvent mêlées et tellement confondues dans le cœur d'un négociant, qu'il porte l'esprit ou le caractère d'un acheteur dans la vente, et l'esprit ou le caractère d'un vendeur dans l'achat, s'il se plaît à vendre à vil prix, parce qu'il veut baisser la marchandise pour y gagner ensuite en qualité d'acheteur, s'il se plaît réciproquement à acheter, bien cher, parce qu'il fait monter par là le prix d'une marchandise dont il sent qu'il a une grande quantité à vendre, il attaque et renverse, autant qu'il est en lui, le principal fondement du commerce ; il ne vend que pour acheter, il n'achète que pour vendre, il trahit aujourd'hui l'intérêt commun des vendeurs, il trahira demain l'intérêt commun des acheteurs ; il se fait un intérêt à part et comme une balance du commerce qui n'est que pour lui seul, qui monte et qui descend à son gré (2). »

« La rapidité des fortunes prodigieuses que les spéculateurs font, débauche ceux mêmes qui pourraient s'enrichir par d'autres voies plus honnêtes. Peu d'esprits sont d'une trempe assez forte pour résister à cette tentation ; une journée d'agiotage est souvent plus lucrative que des années entières de peine et d'application dans les travaux pénibles des autres professions (3). »

Il finit par conclure : « que l'agiotage, injuste pour lui-

(1) *Ibid.*, p. 189.

(2) *Ibid.*, p. 192.

(3) *Ibid.*, p. 205.

même, comme contraire au premier principe du commerce, vicieux par les voies qu'il est souvent obligé d'employer, plus dangereux que l'usure, au-dessus de la vigilance et même du pouvoir des lois, est enfin la perte et la ruine du véritable commerce ; et, par conséquent, que l'introduction en est aussi mauvaise en soi que pernicieuse dans ses effets » (1).

Nous voyons que d'Aguesseau ne condamne pas d'une façon absolue le commerce des actions. Il comprend qu'on puisse réaliser des bénéfices légitimes sur ces opérations ; ce qu'il condamne, c'est l'agiotage qui est destiné à grossir ces bénéfices (2).

Plus d'un siècle encore s'élève la voix du juriste Troplong, mais pour critiquer les idées de d'Aguesseau.

Il dit : « D'Aguesseau, pressentant les désastres que devait engendrer le système de Law, écrivit un long mémoire dans lequel il essaya de prouver que le commerce de la Compagnie des Indes roulait sur un gain vicieux et injuste ; qu'il était contraire au bien de l'État, en ce qu'il engendrait de fausses richesses et diminuait le nombre de travailleurs, qu'il compromettait les fortunes privées et poussait au luxe et à l'augmentation des dépenses ; qu'il engageait la conscience des personnes honnêtes et était funeste à la bonne foi... Envisagée au point de vue relatif au système de Law, cette dissertation est d'un jurisconsulte intègre et éclairé ; mais, si l'on étendait les principes qu'elle contient au commerce des actions en général, on étoufferait le crédit sous les subtilités du casuiste timoré... Le mémoire de

(1) *Ibid.*, p. 206.

(2) *Ibid.*, p. 196.

d'Aguesseau fut écrit sous le coup de la tempête et porte l'empreinte de la frayeur (1). »

Dans la deuxième moitié du XIX^e siècle, nous entendons la voix d'un économiste sociologue ; Proudhon, dans son livre *Manuel du Spéculateur en Bourse*. L'ennemi juré de la propriété, l'auteur des *Sophismes économiques* se montre en redoutable adversaire de la spéculation.

Proudhon ne la condamne pas d'une façon absolue. Il convient même, qu'à l'égal du travail, du capital, du commerce ou de l'échange, elle peut devenir l'un des éléments de la production des richesses. « La spéculation, dit-il, n'est autre chose que la conception intellectuelle des différents procédés par lesquels le travail, le crédit, le transport, l'échange, peuvent intervenir dans la production. Par sa nature, la spéculation est donc essentiellement aléatoire, comme toutes les choses qui, n'ayant d'existence que dans l'entendement, attendent la sanction de l'expérience... La spéculation est éminemment productive, non seulement pour les spéculateurs mais pour le public, qui participe aux résultats... (2) »

C'est, « à proprement parler, le génie de découverte. C'est elle qui innove, qui pourvoit, qui résout, qui, semblable à l'Esprit infini, crée de rien toutes choses. Elle est la faculté essentielle de l'économie. Toujours en éveil, inépuisable dans

(1) TROPLONG. — *Traité du Contrat de Société*, Préface P. X. C.

(2) V. PROUDHON. — *Manuel du spéculateur en Bourse*, p. 11 et 12. Comme exemple il cite la situation d'un ingénieur qui, cherchant le moyen de réduire de 4 kil. à 1 par heure et force de cheval, la dépense du combustible dans les machines à vapeur, risque un million dans des essais et des études préparatoires, avec la perspective de décupler sa fortune s'il réussit, avec la chance de se ruiner complètement s'il échoue.

ses ressources, méfiante dans la prospérité, intrépide dans les revers, elle avise, conçoit, raisonne, définit, organise, commande ; le travail, le capital, le commerce exécutent. Elle est la tête, ils sont les membres ; elle marche en souveraine, ils suivent en esclaves (1). »

Telle est la spéculation licite d'après Proudhon. Mais il y a pour lui un autre genre de spéculation qui n'a pour elle ni excuse, ni justification, qui, sous son nom, « le parasitisme, l'intrigue, l'escroquerie, la concussion dévorent la richesse publique et entretiennent la misère chronique du genre humain » ; elle « n'est plus que l'art, toujours chanceux cependant de s'enrichir sans travail, sans capital, sans commerce et sans génie : c'est le chancre de la production, la peste des sociétés et des États... (2). »

Telle est, d'après ce publiciste, le caractère de la spéculation agiotéuse de la Bourse : féconde pour l'individu, stérile pour la masse et dépourvue de productivité et d'utilité. Pour justifier cette assertion, il cite l'exemple de deux joueurs l'un gagne ce que l'autre perd (!). Mais « qu'ont-ils produit ? Quelle valeur ont-ils conquise ? Absolument rien... Des millions auront pu être jetés sur le tapis sans qu'ils aient produit la moindre utilité nouvelle : tout au plus auront-ils changé de propriétaire... (3). »

La Guerre mondiale a donné une jeunesse nouvelle à ce grief ancien dans ces dernières années. Les plus ardentes critiques ont été adressées à la spéculation en Bourse. Et à

(1) *Ibid.*, p. 15.

(2) *Ibid.*, p. 12.

(3) *Ibid.*, p. 16.

côté des inconvénients économiques qu'on lui adresse, il y a toujours les répercussions morales.

On lui reproche, tout d'abord, de détruire l'équilibre naturel qui doit résulter de l'opposition d'intérêts entre les vendeurs et les acheteurs, et de fausser ainsi le mouvement des cours. Selon le cas, on l'accuse de hausser les prix ou de les abaisser (1). Par des achats à terme ou des ventes à découvert, les cours s'élèvent au-dessus du niveau qu'ils devraient normalement atteindre, ou descendent au-dessous de ce niveau ; ce qu'il y a de plus fâcheux, c'est que les spéculateurs ont intérêt à voir se produire ces mouvements pour augmenter leurs bénéfices. Autrement dit, on voit qu'elle est un baromètre faussé.

Par l'appât de ces gros bénéfices la spéculation boursière, absorbe les capitaux et les détourne de la production, ce qui amène un fléchissement de l'industrie. Nous voyons même cette accusation portée par le premier magistrat des États-Unis, le Président Hoover, dans une déclaration faite à propos du fameux krach d'octobre 1929 à la Bourse de New York (2).

Les conséquences de la spéculation sont les fortunes énormes et rapides, les ruines retentissantes, les scandales

(1) A la période de la baisse de prix des produits agricoles de 1880 à 1900, on disait aux agriculteurs que c'était la faute de la spéculation. Et dans les premières années du XX^e siècle, quand la hausse se produisit, on a fait croire aux consommateurs qui se plaignaient de la cherté que c'était encore la faute de la spéculation. ТРУСНУ, *op. cit.*, p. 232.

(2) Le Président Hoover déclare même qu'après ce krach près de 3 billions de dollars vont se détourner de la spéculation pour devenir disponibles pour l'industrie qui en profitera. Déclaration du 16 novembre 1929, journal *La Liberté* du 17 novembre 1929.

financiers et commerciaux. Les esprits sont épris par la valse des millions qui devient une idée dominante.

*
* *

Maintenant, quel jugement convient-il de porter sur le rôle de la spéculation ?

On ne peut pas méconnaître ni les mérites attribués, ni les critiques adressées ; aussi un jugement ne saurait être absolu.

Sans retourner à ce que nous avons dit au sujet du rôle de la spéculation, nous pouvons dire que la spéculation exerce une influence totale sur les cours, puisqu'elle modifie l'importance comparative de l'offre et de la demande ; mais cette influence ne s'exerce pas toujours, ni même généralement, au sens opposé de la marche naturelle du mouvement des prix. Et s'il arrive quelquefois que les spéculateurs, acheteurs ou vendeurs s'engagent dans le sens opposé, ils ne peuvent pas changer d'une manière durable l'état du marché ; car il faut bien qu'ils rachètent ce qu'ils ont vendu, ou inversement (1), et s'il arrive encore que les spéculateurs se trompent dans leurs prévisions, l'influence de cette erreur sur le marché ne durera pas longtemps ; ils les rectifient par une contre-opération : d'acheteurs ils deviennent vendeurs, ou inversement (2).

Même en plus, nous pourrions presque dire sous une forme paradoxale, qui nous permettrait de répondre indirectement à cette attaque dirigée contre la spéculation, que celle-ci

(1) V. COLSON. — *Op. cit.*, p. 315.

(2) PERROU. — *Op. cit.*, n° 540.

joue son rôle économique en faussant les rapports naturels ; mais le but poursuivi est un équilibre que n'assurent point les lois de la nature.

D'ailleurs, est-ce vrai que la spéculation retire les capitaux qui auraient été employés à la production et, par conséquent, les immobilise ? L'objection serait fondée, s'il était vrai qu'il n'y a aucun résultat produit par la spéculation ; si les titres, après avoir quitté les mains d'un spéculateur étaient destinés à passer dans les mains d'un autre, pour revenir ensuite dans celles du premier et à opérer un perpétuel mouvement de va-et-vient. Mais il n'en est pas ainsi. Les titres, après avoir circulé dans les mains des spéculateurs, finissent par n'y plus revenir, ce qui prouve qu'ils sont *classés* ailleurs.

On dit encore que si le vendeur réalise un bénéfice en vendant une marchandise ou une valeur au delà de sa valeur réelle, l'acheteur, qui la paie plus cher qu'elle ne vaut, perd tout ce que le vendeur gagne et, en définitive, le résultat sera le même pour la masse. Autrement dit, prétendre que ce qui est perdu pour les uns est gagné par les autres — ce qui, par conséquent, ne devrait gêner en rien l'activité économique du pays — c'est soutenir un véritable paradoxe. En effet, toute hausse, comme toute baisse augmente ou diminue d'autant la fortune publique. Le commerçant ou l'industriel, s'il a placé, comme c'est généralement le cas, une partie plus ou moins forte de son fonds de roulement afin de ne pas le laisser improductif, voit ce fonds augmenter ou se réduire dans une proportion qui le mettra dans l'aisance ou la gêne. Le particulier lui-même, en présence de l'augmentation ou de la diminution du nominal de sa

fortune avec la hausse ou la baisse, augmentera ses dépenses ou les réduira tout simplement parce qu'il se sentira plus ou moins riche.

La spéculation, comme toute œuvre humaine, n'est pas une chose parfaite, au point de vue de la justice. Notamment aussi suscite-t-elle à la fois des louanges et des critiques sévères. Elle est à coup sûr l'occasion de fraudes, manœuvres dolosives, accaparements, étranglements, etc. Mais en dehors de ces manœuvres, le seul inconvénient réel de la spéculation, est la répercussion morale du spectacle des fortunes rapides qu'elle édifie et des ruines qu'elle entraîne ; le public, ne se rendant pas compte que les bénéfices sont la compensation des risques courus, s'indigne volontiers de voir que le financier qui s'enrichit à la Bourse n'a pu le faire honnêtement, qu'inversement, quiconque se ruine par de mauvais placements est la victime des spéculateurs.

La spéculation est beaucoup plus l'effet que la cause du désordre économique et ce n'est pas en la poursuivant que l'on peut faire cesser celui-ci. C'est cependant une des superstitions économiques les plus enracinées dans l'esprit du public que la croyance de la toute-puissance mystérieuse du spéculateur et les législateurs de différents pays se croient obligés d'y souscrire.

Mais si on la poursuit, c'est parce qu'on confond toujours la notion de la spéculation *per se* avec celle de la spéculation blâmable. Et vraiment, en pratique, la distinction entre les actes de spéculation pure et les jeux de Bourse est surtout malaisée ; ces opérations s'accomplissent par le

même mécanisme et la différence se trouve non dans l'acte accompli, mais dans l'état de celui qui l'accomplit.

Dans la lutte acharnée des législations contre la spéculation, c'est au *marché à terme* que l'on s'en prend, parce qu'il est l'instrument par excellence de la spéculation. C'est donc la suppression ou la réglementation du marché à terme qui revient sur le tapis, toutes les fois qu'un krach retentissant émeut l'opinion publique. Mais, comme dit le Professeur Thaller, « ceux qui voudraient supprimer la spéculation ne savent pas ce qu'ils demandent. Ils ne la supprimeraient point d'ailleurs en abolissant le marché à terme (1) », car la spéculation, en cas de besoin, se forge d'autres instruments.

On s' imagine parfois que le marché au comptant est un marché qui exclut la spéculation contrairement au terme — c'est une véritable erreur.

Si on achète au comptant, avec l'intention de revendre, on fait une spéculation. Si on achète avec l'intention de conserver le titre, on fait, en principe, un placement de fonds.

Il est donc erroné de dire que les opérations au comptant sont exclusivement l'objet de placements ; la spéculation peut évidemment aborder ce marché, mais cela dans une proportion qui sera toujours restreinte, puisque, ici, il faut avoir le capital pour acheter et le titre pour vendre ; le crédit n'y joue aucun rôle, excepté toutefois, dans des cas très particuliers (2).

(1) *Op. cit.*, n° 836.

(2) Pour ces opérations, dénommées « au comptant différé » et qui sont à la portée des professionnels seulement, le règlement total en espèces n'est pas exigé immédiatement.

En Allemagne, la loi du 22 juin 1896 avait interdit les opérations à terme, pour le blé et la farine, dans la Bourse des marchandises afin de supprimer la spéculation : or, cette loi eut surtout pour résultat ce principe que les écarts dans les cours du comptant devinrent excessifs et particulièrement brusques. Le volant régulateur avait disparu, mais l'esprit de jeu continuait à se donner libre carrière ; au lieu de jouer à terme, les opérateurs jouaient au comptant. Ils y sont arrivés avec plus de gêne et moyennant l'emploi de plus de capitaux. Les opérations de jeu n'en subsistaient pas moins. On se souvient, en Allemagne, de l'erreur que l'on avait commise en 1896 et on l'a atténuée par la loi du 8 mai 1908 (1).

A la Bourse de New York, il n'y a pas de marché à terme, et cela n'empêche pas cette Bourse d'être un des principaux marchés de spéculation du monde (2). Les outrances spéculatives américaines, qui ont causé le krach du mois d'oc-

(1) V. La communication de M. le Professeur Thaller sur le régime des Bourses en Allemagne. *Bulletin mensuel de la Société de Législation Comparée*, 1898 p. 130-134 ; et aussi l'*Annuaire de Législation Etrangère*, 1897.

SAYOUS. — *Etude économique et juridique sur les Bourses allemandes de Valeurs et de Commerce*.

EMERY. — Ten years Regulation of the Stock Exchange in Germany (Dix ans de réglementation de la Bourse en Allemagne), la *Yale Review*, mai 1908.

LESCURE, — *Le Marché à Terme de Bourse en Allemagne*. (Thèse Bordeaux, 1908.)

E. C. — La nouvelle Loi allemande sur les opérations de Bourse. *Journal des Economistes*, 1909.

GUYOT (Paul). — *La Réforme des Bourses allemandes*, loi du 8 mai 1908. (Thèse Dijon, 1911.)

(2) La spéculation y prend la forme d'opérations au jour le jour avec des reports de positions d'un jour à l'autre.

V. FREJDZON (Jacques) — *La Bourse de New York*, p. 35 et s. (Thèse Paris, 1928.)

tobre 1929 et la perte d'immenses fortunes ne sont pas loin de nos yeux (1).

Ainsi, le remède aux abus ne saurait être cherché dans la distinction du marché au comptant et du marché à terme ; proscrire ce dernier, ce n'est pas supprimer la spéculation.

Il faut même respecter la spéculation en ce qu'elle a de licite et la réprimer dans ses abus. Supprimer la spéculation, ce serait une mesure dont les inconvénients dépasseraient les avantages ; il faut la réglementer et la contrôler et le législateur peut faire beaucoup en ce sens ; mais il doit agir avec prudence et bon sens. Il ne faudrait pas pour guérir le mal, tuer le malade.

Il importe à la société qu'un certain nombre des individus consacrent leur énergie et leur clairvoyance à prévoir les variations de prix et apportent sur les marchés les résultats de leurs études. Si la spéculation donne quelquefois asile

(1) Pour l'ensemble des valeurs, ces pertes se sont élevées à 15.320.979.515 dollars, soit environ 383.024.487.875 francs pendant le mois d'octobre 1929. Mais les pertes sont autrement formidables quand on additionne le total des pertes causées par le krach. Elles atteignent des chiffres vraiment astronomiques. A la date du 1^{er} novembre 1929, ce total atteignait 71.752.650.908 dollars, ce qui fait approximativement : 1.793.806.272.700 francs.

V. JÈZE (Gaston). — La Débâcle américaine. *Journal des Finances*, 15 novembre 1929.

JENNY (Frédéric). — La Débâcle à la Bourse de New York. *Le Temps* (économique et financier), 4 novembre 1929.

« La Crise américaine et ses conséquences », *Les Etudes Financières*, 9 novembre 1929.

Voir aussi l'ouvrage de M. Warshow (Robert Irving), *Wall Street, Histoire de la Bourse de New York, des origines à 1930*. Traduction française par Pierre Coste. (Préface de M. Winston S. Churchill, ex-chancelier de l'Échiquier Britannique.) Voir la note du traducteur « la débâcle d'octobre-novembre 1929 à Wall Street, ses causes, ses répercussions », p. 212-225.

au vol et à la fraude, elle n'exclut de son sein ni la probité, ni la bonne foi. Si le monde de la Bourse compte des gens peu scrupuleux et dont le but est de s'enrichir par tous les moyens, il compte aussi des gens honnêtes dont on doit apprécier la conduite et qui spéculent honnêtement.

DEUXIÈME PARTIE

HISTORIQUE ET RÉGLEMENTATION

CHAPITRE PREMIER

HISTORIQUE DES BOURSES ÉGYPTIENNES

SECTION PREMIERE

CARACTÉRISTIQUES GÉNÉRALES.

Dans un pays comme l'Égypte, où le réveil économique et politique est très récent, nous trouvons forcément une certaine originalité dans les caractéristiques de ses institutions sociales : celles-ci sont issues de nécessités plus ou moins particulières, en des circonstances fort différentes.

La période de développement économique a pu suivre son cours sans qu'il y ait la moindre tentative pour l'établissement d'une Bourse officielle ; et le XIX^e siècle a pu se terminer sans que l'exemple de l'Europe ait été imité dans le sens qui nous occupe.

La réforme législative et judiciaire qui fut réalisée en 1875 (pour les tribunaux mixtes), et 1883 (pour les tribunaux indigènes), qui eut de si heureux résultats, ne s'occupait nullement de cette institution. Le Code de commerce égypt-

rien ne lui consacrait aucun texte ; il contenait, il est vrai, dans le chapitre consacré aux contrats commerciaux, certaines dispositions incomplètes et très anodines sur les courtiers (1), qui ne touchaient point à la Bourse elle-même (2). Il nous semble que le législateur égyptien, sous l'influence des doctrines « individualistes-libérales », ne jugea pas qu'il était utile d'aborder un domaine de pure administration.

Aussi, les Bourses égyptiennes nous apparaissent-elles, avant leur réglementation, avec des caractéristiques tout à fait spéciales. Précisons-les à grands traits :

Ces institutions, qui s'affublaient du nom de « Bourse », n'étaient en réalité que de purs « groupements profession-

(1) Ch. II, § 2, C. Com.

(2) C'était une seule personne qui fut chargée d'élaborer les codes égyptiens : l'avocat français Monory pour les codes de 1875 et le conseiller italien Moriando pour les codes de 1883, qui adopta l'œuvre du premier.

Ainsi, bien que le progrès fût très grand, la réforme judiciaire et législative en elle-même était fort incomplète et la législation qui en sortit révèle tous les jours des lacunes, des obscurités et des contradictions. La loi française, modèle suivi, a été résumée avec une choquante inexactitude, parfois même avec une ignorance à peine croyable des principes juridiques. Certaines dispositions sont inexplicables, voire absurdes. Bien des intérêts qui, dans presque tous les pays sont des droits, sanctionnés par une disposition positive, ne jouissent en Égypte d'aucune protection légale. En promulguant un mauvais abrégé des codes français, le législateur égyptien semble avoir ignoré les lois, les ordonnances, les décrets qui complètent, éclairent ou corrigent ces recueils. Ainsi nous croyons, avec pleine conviction, que la refonte, si demandée il y a plusieurs années, de ce système juridique de plus en plus insuffisant à régler des relations sociales de plus en plus nombreuses et complexes, s'impose. (V. l'étude de M. Pierre ARMINJON : *Le Code Civil et l'Égypte*, publiée dans le livre du *Centenaire du Code Civil*, 1904, vol. II, p. 735-763. Cf. aussi les rapports annuels du Conseiller Judiciaire du Ministère de la Justice ; pour les années 1904 (p. 50-56), 1906 (p. 16 et 17) et 1907 (p. 15).

nels » : des associations, des courtiers et des négociants, qui tenaient leurs « réunions » périodiques, parfois quotidiennes, dans des cafés et plus tard dans des bâtiments, sans aucune surveillance gouvernementale ; leur rôle principal était de préciser les conditions des contrats, d'influer sur le prix et non pas de le fixer. Ces institutions, il faut le reconnaître, ne présentaient pas complètement le caractère d'intérêt général des Bourses (1). Elles méritent plutôt le nom de « foires », « marchés », ou bien une place à part.

« Bourses » des valeurs et « Bourses » des marchandises étaient généralement étroitement unies, ou peut-être plus exactement, ne formaient que deux sections d'un seul et même tout ; il n'y avait qu'un local et partout la même réglementation (2).

Les corporations et les associations des agents de change et des courtiers, comités chargés de la direction des Bourses, avaient entre leurs mains des pouvoirs le plus souvent fort étendus. Ils étaient chargés de faire la police, d'administrer, de prononcer l'admission des marchandises ou valeurs à « la cote officielle de la corporation (3). » A côté des comités

(1) TEYMUR. — De la nécessité d'une réforme de la Bourse du commerce d'Alexandrie, *L'Égypte Contemporaine*, 1915, p. 72.

(2) Aujourd'hui encore, la Bourse des valeurs et la Bourse des marchandises d'Alexandrie, occupent le même bâtiment et les deux corbeilles se touchent dans la même salle.

(3) Voir : Anciens statuts de la Corporation des agents de change du Caire, art. 22 et 23.

Anciens statuts et règlements de l'Association des courtiers en valeurs d'Alexandrie, art. 23.

Anciens statuts de l'Association des courtiers en marchandises du Caire, art. 3.

Anciens statuts et règlements de l'Association des courtiers en marchandises d'Alexandrie, art. 3.

directeurs, on rencontre des Tribunaux arbitraux et des conseils de discipline qui complètent l'organisme général des Bourses (1).

Les Bourses égyptiennes étaient donc, avant tout, des *groupements professionnels* dirigés et réglementés par les corporations des agents de change et des courtiers, sans aucune surveillance de la part du législateur (2).

SECTION II

LA BOURSE DU CAIRE.

Il n'est pas nécessaire de remonter plus haut qu'à la fin du XIX^e siècle pour pouvoir enregistrer une première tentative de fondation d'une Bourse au Caire. Il s'agissait, à cette époque, d'une Bourse des valeurs et d'une Bourse des marchandises.

En 1890, certains courtiers, agents de change et négociants s'associèrent, louèrent un local qui se trouvait derrière le jardin de l'Ezbekieh, pour en faire un lieu de réunion où se traitaient les affaires qui, jusqu'alors, avaient été conclues dans la rue, sur le trottoir. Or, la tentative échoua : L'affaire n'eut absolument aucun succès ; trois mois après, au milieu des difficultés multiples, la Société faisait faillite et les créanciers n'avaient pas touché un dividende bien

(1). V. art. 17 et 19 des statuts de la Corporation des agents de change du Caire et les mêmes articles des statuts de l'Association des courtiers en valeurs d'Alexandrie.

(2) Appel Alexandrie, 17 mai 1905, *B. L. J.*, XVII, 283.

élevé sur leurs créances. Ainsi la première Bourse du Caire ferma ses portes.

Les causes de cet échec étaient multiples : d'abord, l'insuffisance des capitaux engagés dans la constitution de la Bourse elle-même et dans celle des agences de courtage. Ensuite, une façon encore presque primitive de concevoir les transactions. Enfin, et c'est peut-être la cause la plus importante, il n'y avait pas à cette époque en Égypte un nombre suffisant de Sociétés anonymes pour la constitution d'un marché (1).

Plus tard, en 1898, il y eut une seconde tentative. Une nouvelle Société fut fondée (2) : on loua un local dans l'immeuble occupé maintenant par l'Hôtel Continental-Savoy, place de l'Opéra ; jamais la Bourse ne put commencer à fonctionner. L'entreprise était mal vue, à cause de l'échec de la première tentative de 1890, aussi bien par les autorités que par le public. Alors on fut obligé de renoncer à des tentatives qui semblaient condamnées à l'insuccès.

Après l'échec de cette tentative, on recommença une fois de plus à traiter les affaires sans réglementation, dans la rue ou, plus exactement, au café. C'était au café de New-Bar, place de l'Opéra, que se réunissaient les courtiers, les agents de change et les négociants. C'était là qu'ils combinaient les opérations chaque jour, entre un café et un apéritif.

Les opérations au marché de New-Bar portaient sur les marchandises et sur les valeurs. Le marché était en relations

(1) LÉVY (Edwin). — La Bourse des valeurs du Caire, *L'Égypte Contemporaine*, 1911, p. 529 et s.

(2) C'est à M. H. Perez, agent de change, Président de la Commission de la Bourse du Caire, que nous nommes redevables de ces détails.

téléphoniques régulières avec celui d'Alexandrie. Or, la seule cabine publique de téléphone était à ce moment-là dans une rue voisine ; les boursiers de New-Bar étaient donc obligés de faire la navette entre leur café et cette cabine ; il en résultait une gêne immense pour les affaires (1).

Avec le commencement du XX^e siècle, un réveil financier industriel va métamorphoser le pays et une période économique de vie intense va commencer. On fondait les plus grandes espérances sur l'Égypte dont la fertilité est légendaire ; les capitaux européens affluaient et des entreprises de toute sorte s'organisaient pour exploiter la richesse du pays dans toutes les branches de sa production. Le public, qui ne réservait pas, naguère, un bon accueil à ce genre d'entreprises, commençait à s'y intéresser.

Comme les transactions redevinrent de plus en plus importantes, on songea à constituer tout au moins une esquisse de marché officiel. En 1903, la « National Bank » prit la direction du mouvement. Une Société civile fut créée (2) et, d'accord avec la corporation des agents de change, qui venait de naître, on loua un immeuble, rue El-Magharaby, pour les assises de la nouvelle Bourse (3).

Le premier exercice de la nouvelle Société (4) s'est soldé,

(1) Nous sommes redevables de ces intéressants détails à M. Umberto S. Penissi, Secrétaire de la Bourse du Caire.

(2) Elle était composée, entre autres personnalités, de MM. Maurice Cattauï Pacha, Adolphe Cattauï, Paul Oziol, Mac Guilluray, etc.

(3) La première chose qui avait été établie dans la Bourse de la rue El-Magharaby, c'était un café. Mais l'habitude du café de New-Bar était tellement ancrée, que l'on voyait des courtiers quitter la Bourse pour aller boire au New-Bar plutôt que de pénétrer au café même de la Bourse !

(4) Clos le 20 janvier 1905.

malgré ses modestes ressources, par un déficit de L. E. 75 seulement ; le second se termina au contraire par un bénéfice de L. E. 40, et depuis lors, la Bourse a continué à fonctionner régulièrement.

La scission nécessaire entre le marché des valeurs et le marché des marchandises se produisit dès l'année 1904.

Les agents de change ont constitué une association dénommée : « Corporation des Agents de Change du Caire » (1). Elle avait pour but (2) :

1^o De fixer les usages de la place pour les opérations d'achat et de vente des valeurs, soit au comptant, soit à terme.

2^o D'assurer la régularité de ces opérations et leur règlement définitif.

3^o De déterminer les droits et les devoirs des agents de change, soit dans leurs rapports respectifs, soit à l'égard de leurs clients au point de vue de la régularité des transactions.

4^o De prévenir autant que possible et d'aplanir, s'il y a lieu, les différends ou les difficultés auxquels la conclusion de ce genre d'opérations et leur exécution pourraient donner lieu.

5^o D'une manière générale, de protéger et défendre les intérêts légitimes et les droits des agents de change, de s'occuper de toute question pouvant concerner leur corporation et de donner satisfaction à toute personne qui aurait à se plaindre des agissements d'un agent à l'occasion de tout ordre de Bourse.

(1) V. les statuts réimprimés avec quelques modifications en 1907.

(2) Statuts : art. 2.

Les statuts prévoyaient, à peu près, toutes les circonstances qui pouvaient se produire.

Une cotisation annuelle très modeste de P. T. 1.000 devait être payée par chaque membre inscrit (1).

Les conditions d'admission dans la corporation étaient en somme assez strictes en tous cas pour obtenir un marché pur et solide. Le demandeur devait fournir (2) :

1^o Son cacier judiciaire ;

2^o Un certificat portant justification que la Société dispose d'un capital entièrement versé non inférieur à L. E. 10.000, dont le tiers au moins dans une banque du Caire constituée sous forme de Société anonyme. La justification de l'existence de ce capital pourra être requise par la Comité à tout moment ;

3^o Toute référence dont il dispose, tous détails généraux concernant les associés ou commanditaires intervenant au contrat ainsi que son acte d'association qui devra être enregistré au Greffe du Tribunal mixte du Caire.

La demande devra être accompagnée d'une somme de L. E. 250 à titre de droit d'entrée, plus une somme égale au tantième du capital de la corporation qui appartiendrait à chaque agent reconnu si ce capital était partagé entre eux par part égales.

« Ces sommes sont définitivement acquises au fonds de la corporation par le fait même de l'admission du demandeur.

« Le candidat ne sera reçu que s'il obtient l'approbation des trois quarts des membres votants. »

Il était interdit aux agents de change inscrits d'entrer

(1) Statuts : art. 5.

(2) Statuts : art. 21.

en relations d'affaires avec les agents étrangers à la corporation.

« Toute personne qui aura ouvert un bureau dans le but de s'attribuer la qualité d'agent de change, sans s'être soumise aux statuts et règlements de la corporation, ne pourra présenter sa candidature qu'un an après avoir cessé l'exercice abusif de la profession d'agent de change, avoir fermé ce bureau et avoir travaillé un an révolu dans une agence (1). »

En plus, la corporation avait le droit d'admettre à la cote les valeurs (2) ou de les rayer (3) : l'admission était soumise à des conditions assez sérieuses. Les titres des nouvelles Sociétés qui n'avaient pas été l'objet d'une souscription publique, au moins pour un tiers du capital actions de la Société, n'étaient pas admis à la cote. C'était le cas de ceux qui étaient chargés d'une majoration autre que celle motivée par les frais de constitution ou d'émission ou dont le montant n'était pas passé à la réserve ou qui n'avaient pas été admis à la cote dans leur pays d'origine (4). Il y avait une exception pour les Sociétés constituées avec des rapports dont le tiers du capital négociable avait été offert en souscription publique dès la création de la Société. Toutefois, la cote pouvait être accordée aux Sociétés anonymes constituées

(1) Statuts : art. 31.

Chose curieuse : bien que les conditions exigées postérieurement par les règlements, d'après la loi de 1909, fussent moins sévères que ces statuts de 1904, il se trouva que sur 56 agents inscrits, 20 durent se retirer, ne pouvant satisfaire aux conditions légales.

(2) Statuts : art. 22.

(3) Statuts : art. 23.

(4) Cette dernière condition a été ajoutée après la crise de 1907.

avec privilèges de l'État ainsi qu'aux Sociétés anonymes égyptiennes qui appuyaient leur demande par la justification du résultat d'un exercice ou l'exposé d'une situation officielle (1).

Cette corporation avait disparu en 1909 et une autre Société civile était constituée sous la dénomination d'« Association des Courtiers en valeurs du Caire ». Elle adopta les statuts de l'ancienne corporation sans modifications énormes (2).

De leur côté, les courtiers en marchandises se formèrent en une association qui a pris le nom d'« Association des Courtiers en marchandises du Caire (3). » Elle avait pour but :

1^o De régulariser les opérations pour achats et ventes des marchandises à terme (4).

2^o D'établir pour ce genre d'opérations des conditions simples et uniformes (5).

3^o De s'occuper de toute autre question intéressant les courtiers dans leurs opérations de contrat en général (6).

Chaque membre payait une cotisation annuelle très modeste qui était ainsi fixée : P. T. 400 pour les agences ; P. T. 100 pour les remisiers, pour les courtiers indépendants ne travaillant pas en leur nom et pour toute personne

(1) Ajouté après la crise de 1907.

(2) V. Association des courtiers en valeurs du Caire. Statuts 1909.

(3) V. Association des courtiers en marchandises du Caire. Statuts 1904.

(4) Statuts : art. 2.

(5) Statuts : art. 3.

(6) Statuts : art. 4.

faisant partie d'une maison de courtage et désirant être inscrite en son nom (1).

Peu après, le marché des marchandises a cessé de fonctionner et le Caire est devenu un marché pour les valeurs mobilières seulement. Le succès de ce marché fut tel qu'en l'espace de trois ans (de 1904 à 1907), le nombre des agents de change à la Bourse du Caire s'éleva de 22 à 73, soit plus du triple (2).

Vu le développement croissant des affaires et l'exiguïté de la Bourse de la rue El-Maghraby, une nouvelle Société fut formée le 16 mai 1908 entre 64 agents de change sous le nom de la « Société civile de l'Immeuble de la Bourse du Caire », ayant pour objet l'exploitation d'un terrain et la construction, sur ledit terrain, d'un bâtiment destiné à servir de Bourse. Ainsi la Bourse était installée rue El-Fadl.

En 1928, à l'expiration de la durée fixée pour l'ancienne Société (elle était fixée à 20 ans), une nouvelle Société fut constituée ; on fit l'acquisition d'un immeuble plus grand (construit spécialement), situé rue El-Boursa El-Guidida qui a été inauguré le 20 mai 1928.

SECTION III

LA BOURSE D'ALEXANDRIE

La ville d'Alexandre le Grand joua, à une époque lointaine, un rôle des plus importants dans le commerce exté-

(1) Statuts : art. 9.

(2) V. LÉVY., *op. cit.*

rieur de l'Égypte (1). Grâce à une situation géographique favorable, Alexandrie était pour le monde gréco-romain l'entrepôt des marchandises expédiées de tous les points de l'Orient et de l'Occident (2).

Le découverte de la route des Indes par le cap de Bonne Espérance porta une rude atteinte au commerce d'Alexandrie (3). Elle resta quand même le *forum publicum utriusque orbis*.

Au cours du XVII^e siècle, à cause d'une mauvaise administration turque, Alexandrie n'était plus l'entrepôt des deux mondes, mais elle resta le port le plus florissant de la Méditerranée orientale. Les statistiques de M. Masson établissent que, de 1671 à 1714, Marseille acheta pour 84.000.000 de livres de marchandises à Alexandrie (4).

Au XIX^e siècle, avec la culture du coton, le commerce

(1) Nombreux sont les ouvrages qui ont traité la question du commerce de l'Égypte. Au moyen âge les auteurs arabes nous ont laissé des renseignements nombreux qu'on n'a pas encore suffisamment étudiés ; citons parmi les principaux auteurs : l'historien El-Makrizi, le géographe El-Edrisi, l'encyclopédiste Al-Nowairi..., etc. Quant aux ouvrages modernes, nous nous contentons de citer le livre fondamental de HEYD (N. W.). *Histoire du Commerce du Levant au moyen âge*, 2 vol., traduit en français par F. Raynaud, et le livre plus ancien, mais d'une riche documentation de Depping, *Histoire du Commerce entre le Levant et l'Europe*, 2 vol.

(2) V. FERRERO. — *Grandeur et Décadence de Rome*, traduction française, t. V, p. 3.

(3) D'après les chiffres établis par M. HEYD, *op. cit.*, au XV^e siècle, les galères vénitiennes laissaient chaque année au port d'Alexandrie pour 300.000 ducats de produits européens et une pareille somme en numéraire. Au XVI^e siècle, les Vénitiens ne donnèrent que 80.000 ducats en nature et 20.000 en espèces.

(4) Les documents relatifs au commerce du Levant pendant les XVII^e et XVIII^e siècles sont très nombreux. M. Masson les a mis largement à contribution dans son livre *Histoire du Commerce du Levant au XVIII^e siècle*.

d'Alexandrie prit un nouvel essor : en 1820, Jumel, ingénieur français (1), chargé d'installer des filatures pour le compte du vice-roi, découvrit dans un jardin du Caire une espèce de coton d'une qualité exceptionnelle, qui se répandit rapidement, grâce aux efforts de Mohamed Ali Pacha, mais qui ne tarda pas à se croiser avec des variétés importées d'Amérique (principalement le *Sea-Island* et le *Brezilien*) (2). Cette hybridation aurait donné naissance aux types actuels du coton égyptien (3). Il ne faut pas croire que le coton ne se cultivait point en Égypte avant cette époque (4) ; mais sa production était insuffisante pour la consommation intérieure du pays (5).

Les filatures nationales, organisées par la volonté de fer de Mohamed Ali Pacha ne tardèrent pas à fermer leurs portes avec sa mort (6). Le coton ne fut plus produit que pour l'exportation.

Au fur et à mesure que la production cotonnière dans le pays se développait, l'exportation augmentait aussi et

(1) Cf. *Le Bulletin de l'Institut Égyptien*, 1886, p. 78.

(2) V. *Official Report of the visit of the Delegation of the International Federation of Master Cotton Spinners and Manufacturers' Associations to Egypt*. October-november, 1921, p. 136 et 137.

(3) Les filateurs français l'appellent toujours « coton Jumel ».

(4) L'existence d'une culture de coton au temps des anciens Égyptiens est très discutée. D'après M. Heyd (*op. cit.*, 612-613), le coton égyptien faisait l'objet d'un commerce d'exportation assez actif, durant le moyen âge. Un auteur arabe, originaire d'Espagne, Abou Adballah Ibn El-Fadhal, nous décrit même la méthode égyptienne pour la culture du coton à cette époque. Les savants français qui accompagnèrent Napoléon en Égypte, donnèrent, dans leur grand ouvrage intitulé *La Description de l'Égypte*, des détails intéressants bien qu'un peu brefs sur la culture du coton dans les dernières années du xviii^e siècle.

(5) V. GIRARD. — Mémoires sur l'agriculture, l'industrie et le commerce de l'Égypte, *Description de l'Égypte*, t. XVIII, p. 52-54.

(6) Cf. BOWRING. — *Egypt under Mohamed-Ali*, p. 75.

Alexandrie devint un marché très vaste pour le produit cotonnier qui arrivait de l'intérieur du pays (1). De 153.363 quintaux, d'une valeur de 561.920 livres en 1844, l'exportation du coton passa à 520.886 quintaux et 937.594 livres en 1855. Ces chiffres se maintinrent à peu près les années suivantes pour s'élever respectivement à 596.200 et 1.430.880 en 1861, année antérieure à celle de la guerre de la Sécession américaine (2).

Vu le développement des affaires, les transactions en coton disponibles sur la place d'Alexandrie, ne suffisaient point aux besoins ; la nécessité de créer un marché à terme, indispensable au planteur comme au filateur, s'imposa.

En 1861, un groupe de courtiers en coton, graines de coton et céréales, formait la « Société de la Bourse » pour l'exploitation d'un immeuble situé rue El-Boursa El-Kadima (3). Dans ce local, la première Bourse des marchandises à terme tenait ses assises (4).

(1) V. BIAIS, L'Égypte vivante : Alexandrie, *Correspondance d'Orient*, 3^e année, 1^{er} mars 1910, p. 177-181. IVRAY. — Marché au coton, *Le Lotus*, 1^{re} année, n^o du 8 novembre 1901, p. 470-472.

(2) V. ARMINJON. — *La Situation économique et financière de l'Égypte*, p. 200.

On trouve un historique très documenté dans l'intéressant ouvrage de M. François Charles ROUX, *La Production du Coton en Égypte*, et aussi dans son article du même titre, dans la *Revue Economique Internationale* (février 1909), p. 303 et s.

V. aussi ZOHNI (Abd El-Salam). — *Le Coton Egyptien, son importance dans la vie sociale et économique de l'Égypte* (Thèse Lyon, 1921.) ARMINJON. — La Question du Coton en Égypte, *Revue Politique et Parlementaire*, 1909, p. 528.

(3) Maintenant le siège de la Banque Commerciale.

(4) C'est le premier marché à terme créé au monde : Le marché de New York fut créé en 1870, de Liverpool en 1873, de New-Orléans en 1880 et du Havre en 1881.

Peu après, la guerre de Sécession éclata en Amérique ; la crise qu'elle provoqua fit tripler les cours du coton. L'Égypte profita d'une façon inespérée de la hausse pour développer la culture du coton et augmenter son activité d'exportation.

D'après le tableau que nous donnons ensuite, sur une somme totale de L. E. 7.806.340 d'exportation totale en marchandises en 1862, le coton forma L. E. 4.920.660 et la graine de coton L. E. 226.759. Ces chiffres s'élevèrent, en 1865, à L. E. 16.445.710 ; L. E. 15.443.120 et L. E. 633.250 respectivement. En 1909 (année de la réglementation officielle du marché), ils arrivaient à L. E. 26.076.239, L. E. 21.477.739 et L. E. 2.432.930. L'exportation cotonnière, dans ces années respectives a été 63 %, 93,9 % et 82,3 % de l'exportation générale (1). (V. le tableau ci-après de l'Exportation du Coton de 1862 à 1909.)

Avec ce développement rapide des affaires, le local de la Bourse fut jugé insuffisant ; vingt-cinq courtiers syndiqués de « l'Association des Courtiers en Marchandises » formaient en 1883 « la Société anonyme de la Bourse Khediviale » avec un capital de L. E. 60.000 divisé en 3.000 actions de L. E. 20 chaque. Moyennant la somme de L. E. 35.000, la Société a obtenu du gouvernement la concession (2) de l'exploitation d'un immeuble situé place Mohamed-Ali (3),

(1) MICHEL et ARMINJON. — Le Commerce Extérieur de l'Égypte, *Revue d'Economie Politique*, 1907, p. 197.

(2) Pour une période de vingt-cinq ans renouvelable.

(3) Cet immeuble servait autrefois de Palais de Justice

EXPORTATION DU COTON

ANNEES	Exportation totale en marchandises L. E.	Exportation de coton		Exportation graine de coton L. E.	Exportation coton à exp. gén.
		Kantars	L. E. (1)		
1838	1.136.000				
1862	7.806.340	820.111	4.920.660	236.759	63,0 %
1865	16.445.720	2.507.000	15.443.120	633.250	93,9 %
1886-1890	11.152.691	3.066.835	7.661.326	1.340.436	68,6 %
1891-1895	13.075.099	5.299.236	8.799.500	1.593.422	62,7 %
1896-1900	14.163.600	5.797.882	10.327.677	1.573.362	72,9 %
1901-1905	18.982.350	6.160.790	14.781.135	1.717.046	77,8 %
1901	16.153.964	6.123.348	11.833.271	1.940.240	73,2 %
1902	18.046.939	6.652.057	13.886.422	1.909.409	76,9 %
1903	19.539.524	5.588.507	15.676.814	1.501.416	80,2 %
1904	20.811.040	5.912.953	16.702.722	1.520.145	80,2 %
1905	20.360.285	6.527.085	15.806.447	1.714.022	77,6 %
1906	24.877.280	6.696.597	20.528.002	2.180.632	82,5 %
1907	28.013.185	6.859.220	23.597.844	2.555.066	87,8 %
1908	21.315.673	6.348.489	17.091.603	2.470.996	80,1 %
1909	26.076.239	6.952.478	21.477.739	2.432.930	82,3 %

(1) Afin de faciliter la comparaison, le tableau reproduit les chiffres de la statistique des douanes. Ils doivent être majorés du 20 %. En se basant sur les statistiques de l'« Alexandria General Produce Association », le Conseiller financier a évalué le produit de la récolte de 1909 à L. E. 25.470.000 au lieu de 21.477.739 indiquées ci-dessus.

pour les assises de la Bourse. Le gouvernement s'engagea aussi à ne pas établir une autre Bourse officielle pendant la période de la concession.

La Bourse occupe maintenant le même hôtel, qui est devenu la propriété de la ville (1).

Alexandrie n'est pas simplement un marché des marchandises, elle est aussi un grand marché des valeurs. La Bourse des valeurs occupe, depuis 1883, le même hôtel que la Bourse des marchandises, leurs corbeilles voisinent dans la même salle.

Bien avant 1883, les agents de change de la place d'Alexandrie se réunissaient dans un café (Bar Serika) au Moharram Bey (2). Le premier règlement connu de l'ancienne Association des courtiers en valeurs d'Alexandrie date du 18 juillet 1902. Ces statuts étaient identiques à ceux de la Corporation des agents de change du Caire (3).

(1) Dernièrement, la commission de la Bourse a demandé au Gouvernement la construction d'un nouvel hôtel de Bourse, plus grand et mieux aménagé que l'actuel immeuble, mais la ville s'y opposa. (*Journal Al-Mokattam* du 31 janvier 1929).

(2) Ce café s'appelle maintenant « Bar de la Bourse ».

(3) Comme les statuts de l'Association des courtiers en valeurs d'Alexandrie n'étaient pas imprimés, nous les avons consultés personnellement aux archives de la Bourse des valeurs d'Alexandrie.

CHAPITRE II

LA SITUATION DES PLACES DU CAIRE ET D'ALEXANDRIE AVANT LA LOI DES BOURSES

Dans un pays en plein développement économique, les affaires prennent toujours une extension trop rapide. Mais quand ce pays est dépourvu d'une épargne nationale et se trouve envahi par les capitaux extérieurs, muni d'un marché désorganisé et d'institutions boursières imparfaites, avec des intermédiaires étrangers, le développement ne peut pas être illimité et la prospérité n'est pas durable. Tout d'abord, une excitation générale, suivie d'une vague d'optimisme qui détermine la hausse continue de tous les produits et de toutes les valeurs des transactions précipitées font un appel incessant au crédit; puis un court temps d'arrêt et d'hésitation, comparable aux signes précurseurs de l'orage; enfin la phase aiguë, qui caractérise une réaction violente, des offres fiévreuses, une baisse incoercible, et le krach devient inévitable.

Ce fut l'histoire de l'Égypte à l'aube du XX^e siècle.

Nous allons essayer de retracer objectivement le développement des entreprises à cette époque, aussi nous verrons comment la spéculation s'empara des titres des entreprises nouvelles pour aboutir au krach si connu (1). Ainsi il nous sera permis de voir comment l'organisation corporative de la Bourse, loin de mettre un frein à la spéculation, favorisa au contraire le jeu sous ses formes les plus téméraires et les plus abusives ; nous pourrons ensuite dégager les enseignements qui découlent de ces faits.

SECTION PREMIERE

FLORAIISON DES ENTREPRISES.

Dès la fin du XIX^e siècle, l'Égypte moderne avait acquis la réputation d'être une terre d'une fabuleuse prospérité.

Les finances restaurées, le système d'irrigation complété et le Soudan égyptien reconquis, l'essor économique du pays commença à se dessiner (2).

Grâce à l'impression favorable produite sur les marchés étrangers, l'attention des financiers se fixa sur le pays fer-

(1) Si nous parlons de la crise de 1907 c'est pour y faire remonter l'origine du mouvement d'évolution.

(2) Quand on cherche en effet à se représenter la condition économique de l'Égypte à cette période, on constate un progrès très grand et très rapide. En 1880, les recettes budgétaires étaient de L. E. 8.998.399, elles rentraient difficilement et laissaient un déficit ; elles s'élevèrent à 9.661.436 en 1888, à 16.367.818 en 1907. — V. ARMINJON. — Finance de l'Égypte, *Revue Politique et Parlementaire*, 1910, p. 326.

tile et peuplé ; il apparaissait qu'il était très facile de s'enrichir. L'Égypte manquant de capitaux disponibles, les capitaux des pays étrangers y affluèrent ; des richesses énormes furent mises à sa disposition avec une confiance méritée, de nombreuses sociétés, ayant les buts les plus variés, furent constituées. Des lignes de chemins de fer d'intérêt local ont été tracées dans d'excellentes conditions en Basse et en Haute-Égypte ; on a construit des tramways au Caire et à Alexandrie ; de vastes terrains ont été améliorés ou rendus propres à la culture par des travaux de lavage, de drainage, de nivellement, de canalisation ; des quartiers ont été édifiés dans les deux capitales et des hôtels construits partout où s'exerce cette industrie si fructueuse du tourisme.

La hausse de prix des terrains, comme résultat de cette exploitation urbaine et rurale, coïncidant avec une hausse très forte des prix du coton, apporta une extraordinaire prospérité (1). Conséquence inévitable : les affaires prirent une extension trop rapide et les bénéfices des nouvelles sociétés, après quelques mois d'existence, augmentèrent chaque année, de nouvelles réserves, le fonds social.

La période de hausse, continua, et l'atteinte de bénéfices considérables amena la création de nombreuses sociétés.

Le XIX^e siècle s'acheva avec 52 Sociétés par actions : entre autres hypothécaires, banques, financières, foncières, de transports terrestres et maritimes, des eaux,

(1) Les actions de la « National Bank » (fondée le 25 juin 1898 sous les auspices de l'État avec le privilège d'émettre des billets de banque) passaient de juin 1898 à septembre de la même année de L. E. 11 à 18. — V. ARMINJON. — La Crise Financière Actuelle, *Revue des Deux Mondes*, septembre 1907, p. 207.

hôtelières, commerciales et industrielles, dont le capital versé était évalué à 9 millions de livres (environ).

Dans la période de sept ans, c'est-à-dire en 1907, le nombre est monté à 201 (1), avec un capital de L. E. 102.177.532 (voir le tableau ci-après). A ce chiffre il faut ajouter la somme de L. E. 12.148.951 qui comporte la réserve de 100 Sociétés ; les autres, au nombre de 101, n'avaient pas de réserve (2).

Ce nombre (3) de sociétés, comprend les sociétés dont le progrès intéresse directement l'épargne et le capital égyptien, à savoir :

a) Les sociétés fondées exclusivement dans le but d'exploiter en Égypte une branche quelconque du commerce ou de l'industrie, tout en ayant à l'étranger des agences ou des filiales qui ont essentiellement pour but de faciliter les affaires entreprises en Égypte.

(1) Parmi les 52 sociétés formées avant 1900, 10 seulement existaient en 1907 avec un capital de L. E. 20.878.412 ; les autres ont été amalgamées à d'autres sociétés ou entrées en liquidation.

V. *Joint Stock Companies operating chiefly in Egypt*, part II, situation on the 31st. December 1907. Statistical Department, Ministry of Finance 1909., p. 78 et s., tableau III.

Statistical Yearbook of Egypt 1909. Statistical Department, Ministry of Finance, p. 202 et s.

Statistique des sociétés anonymes par actions travaillant principalement en Égypte au 31 décembre 1911. Département de la Statistique générale, Ministère des Finances.

(3) Le Ministre des Finances, dans une note officielle publiée en août 1907, évalue le nombre des sociétés à 220. M. Arminjon. (Les Enseignements de la Crise Financière égyptienne et le Bilan économique de l'Égypte ; *Revue Economique Internationale*, février 1909, p. 279.) l'évalue à 172.

Nous nous sommes rattachés ici aux chiffres donnés par la Direction de la Statistique générale de l'État en 1908. (V. Statistique des valeurs mobilières pendant les années 1906-1907.)

V. CRESSATY. — *L'Égypte d'aujourd'hui*, p. 94.

b) Les sociétés créées avec le concours des capitaux, tant égyptiens qu'étrangers, travaillant principalement en Égypte, que leurs titres se trouvent ou non en circulation en Égypte, qu'ils soient ou non cotés dans les marchés de valeurs égyptiens, qu'ils aient été ou non offerts pour la souscription au public égyptien; en un mot, les Sociétés « égyptiennes » par la situation de leur champ d'action.

Ont par conséquent été omises toutes les autres Sociétés étrangères, possédant des agences en Égypte, mais dont les affaires dans ce pays ne constituent qu'une partie minime de leur activité générale, n'ayant investi qu'une proportion relativement peu considérable de leur capital.

TABLEAU DES SOCIÉTÉS PAR ACTIONS
TRAVAILLANT EN ÉGYPTÉ AU 31 DÉCEMBRE 1907

GROUPE	Nombre des Sociétés	Capital L.E.
Sociétés de Crédit hypothécaire	5	40.024.647
Banques	6	4.463.425
Sociétés financières	21	2.522.282
Sociétés foncières rurales	17	8.503.361
— urbaines	19	3.577.284
— urbaines et rurales	15	4.211.279
Sociétés de Transports :		
Chemins de fer, Tramways, Omnibus, etc.	11	4.494.100
Navigation à vapeur	9	1.365.666
Sociétés des Eaux	3	980.635
— des Hôtels	9	1.632.824
— industrielles	46	23.899.826
— commerciales	9	1.210.930
— industrielles et commerciales	17	1.081.474
— diverses	14	4.219.799
Total	201	102.177.532
Sociétés égyptiennes	98	79.326.910
— anglaises	85	16.014.849
— belges	14	6.159.832
— françaises	4	675.941
Total	201	102.177.532

SECTION II

LA FIÈVRE SPÉCULATIVE ET LE KRACH DE 1907.

Pendant ce temps, où des Sociétés de plus en plus nombreuses étaient lancées, ayant les buts les plus variés, parfois les plus extravagants, souvent les moins définis (1), la spéculation, facteur important du développement financier (2) s'emparait des titres de ces nouvelles Sociétés et, en escomptant les chances d'avenir, faisait monter le prix à un taux qui n'avait plus aucun rapport ni avec le revenu de ces titres, ni avec l'intérêt payé aux banques sur avances (3).

En effet, la témérité des fondateurs de ces entreprises n'avait d'égale que la crédulité du public qui souscrivit, alléché par les bénéfices qui pouvaient résulter de la hausse, à tout ce qu'on lui proposait sans prendre la moindre peine de vérifier le but principal de la Société et de mesurer les chances de gain ou de pertes de l'entreprise. Le plus souvent, les Sociétés s'engageaient bien au delà de leur capital. Les émissions étaient parfois couvertes vingt, trente, ou quarante fois (4).

(1) Leur objet véritable, souvent mal défini, consistait une fois au moins sur trois, dans l'achat, l'exploitation et la revente de terrains urbains ou ruraux. V. ARMINJON *La Crise Financière égyptienne Actuelle*, *Revue des Deux Mondes*, 1^{er} septembre 1907, p. 203.

(2) V. *supra*, 1^{re} partie, ch. III, p. 56 et s.

(3) V. LEGRAND (F.). — *Les Fluctuations des prix et les crises de 1907 et 1908 en Egypte*. (Thèse Nancy, 1909.)

(4) « On m'a même cité — dit M. Chéron — l'exemple d'actions qui furent traitées à terme avant la clôture de l'émission. On vendait à terme cent actions et on allait ensuite s'inscrire pour deux mille ; jeu dangereux, car d'une part, on courait le risque de se voir encombré

On ne cessait de parler de ces fortunes qui s'édifiaient si rapidement ; l'atteinte du gain inespéré était bien fait pour faire abandonner les carrières au gain modeste mais sûr, pour celles où il était impossible de s'enrichir rapidement (1).

Et le public, grisé par l'appât des gros bénéfices, empruntait sans relâche pour souscrire à tous les nouveaux titres qui lui étaient offerts ; coup sur coup, hypothéquant ses biens, engageant ses valeurs, escomptant son papier dans l'espoir de doubler le produit de ces emprunts par l'effet de la hausse que tout le monde croyait fatale, éternelle.

A côté des spéculateurs de Bourse des valeurs mobilières, il existait des spéculateurs à la Bourse des marchandises qui se préoccupaient spécialement des variations de prix du coton. Mais le marché du coton est beaucoup plus compliqué : il se fait à long terme et comporte plusieurs liquidations entre la conclusion du contrat et le règlement final ; ses résultats sont subordonnés à certains événements — état de la récolte, avenir de la production, etc., que seuls les professionnels peuvent connaître. Les opérations sur les titres sont plus simples ; leur issue dépend

de titres si l'émission n'était couverte que deux ou trois fois ; et d'autre part, il est arrivé que les membres mêmes du syndicat d'émission se portaient acheteurs puis faisaient couvrir l'émission trente ou quarante fois par des hommes de paille auxquels ils avançaient l'argent en gardant les titres en nantissement ; ils produisaient ainsi une rarefaction des titres ; tel qui avait vendu cent actions à terme, n'en recevait à la répartition que cinquante ou même moins ; et, à la liquidation, il se voyait étranglé par son acheteur qui n'était autre que le syndicat d'émission lui-même. » *Annales de droit commercial*, 1912, p. 199.

(1) Des touristes même, alléchés par les profits extraordinaires dont ils entendaient parler, se mêlèrent, eux aussi, à cette fête de la folie et lui apportèrent un très large concours. V. Le Comte CRESSATY. — *L'Égypte d'aujourd'hui*, p. 95.

de faits qui varient suivant l'entreprise spéciale à laquelle on s'intéresse.

Ceux qui profitèrent le plus de l'agiotage furent naturellement les intermédiaires : tandis que les remisiers parcouraient la ville, et donnaient la chasse aux clients d'occasion pour obtenir des ordres qui impliquaient des engagements qui dépassaient leurs ressources (1), les courtiers spéculaient ouvertement pour leur propre compte. Ils luttèrent âprement autour de la corbeille ; l'écho de leur lutte contribuait à énerver le public, et provoquaient ainsi l'engouement de leur clientèle sur des titres douteux dont ils avaient un stock énorme.

A partir de 1905, la spéculation grandissait dans les Bourses de marchandises et de valeurs et les efforts des banquiers, courtiers et agents de change, contribuaient à augmenter cette fièvre spéculative.

Les banques locales utilisaient les crédits ouverts par leurs correspondants européens pour des avances sur titres et marchandises. Aussi les succursales des grandes banques européennes pratiquaient ce procédé de placement moyennant les capitaux qui lui avaient été confiés par les maisons mères. Ainsi les unes et les autres contribuaient à activer la spéculation.

Jusque-là, le marché à terme n'était pratiqué que sur le coton ; mais l'organisation de liquidation de quinzaine à la Bourse des valeurs et la facilité offerte aux acheteurs de se faire reporter d'un terme à l'autre permit les purs abus

(1) Ces bookmakers nouveau style visitaient chaque jour les ministères, les maisons de commerce, etc. pour prendre les ordres de Messieurs les employés. CHÉRON, *op. cit.*

d'agiotage. Des agents de change exécutaient les ordres du premier venu sans réclamer la moindre garantie, d'autres aussi achetaient des valeurs pour le compte de leurs clients en leur demandant seulement le 15 ou 20 % du cours, gardaient les titres en garantie de la portion de prix non payée et comptaient à leurs clients un intérêt de 8 à 9 %. Et comme les clients ne voyaient pas les titres et ignoraient même leurs numéros, les agents de change ne se gênaient pas pour en disposer comme s'ils eussent été leur propriété ; ils les déposaient en nantissement dans une banque qui leur avançait à 6 % la somme nécessaire au règlement, dans ce cas ils bénéficiaient de la différence des deux taux.

Mais la chose la plus regrettable était la liquidation extraordinaire qui se pratiquait à cette époque sur les places du Caire et d'Alexandrie. Dès qu'un écart minime dans les cours se produisait, les clients étaient obligés, à la suite de la liquidation extraordinaire décidée par les courtiers, de verser de nouvelles couvertures pour reprendre leurs positions et continuer l'opération, car autrement ils auraient été exécutés (1).

En plus, les opérations étaient si mal contrôlées que les intermédiaires réalisaient par voie de fraude des gros bénéfices au détriment du public. Avec les variations des

(1) Ces liquidations étaient assurément la chose la plus extraordinaire qu'on puisse imaginer. Ayant acheté à terme fin prochain, on pouvait se voir obligé, dans les huit jours, de verser une différence importante. Ceux qui n'avaient pas les fonds perdaient alors même que les cours venaient ensuite à monter ; ils auraient dû gagner au terme prévu, c'était la violation flagrante de la règle « qui à terme ne doit rien ». V. Statuts de la Corporation des agents de change du Caire 1904-1907 et statuts de l'Association des courtiers en marchandises. V. aussi le Rapport du Conseiller Judiciaire pour l'année 1906, p. 23.

cours dans la séance, ils comptaient aux vendeurs les cours les plus bas et aux acheteurs les cours les plus hauts, puisqu'il ne restait aucune trace de l'heure de la conclusion de l'opération.

Avec cette spéculation effrénée sur les marchés égyptiens, des événements étrangers à l'Égypte ont également eu une influence fâcheuse. L'activité industrielle — d'après une note officielle du 22 mai 1907 (1) — s'est réveillée d'une manière intense en Europe et les capitaux ont trouvé facilement à s'employer avantageusement ; la preuve évidente de ce phénomène est la baisse marquée qui s'est produite sur les valeurs d'État. Pour ne citer que les Consolidés anglais, les cours en sont tombés, dans l'espace des cinq ou six dernières années, de 112 à 85. Les capitalistes européens ont eu de la sorte sous la main des placements rémunérateurs et il s'en est suivi un renchérissement assez accentué de l'argent.

Or, l'épargne n'existant pas en Égypte sous forme liquide, c'est par voie d'emprunt que le public a en quelque sorte souscrit à toutes les valeurs qui lui ont été offertes. Tant que le taux d'intérêt était bas (6 %) *il a pu soutenir les titres achetés.*

Pour déchaîner l'orage, il suffit du coup de vent qui agita au mois de mars 1907 les Bourses américaines, ébranla les valeurs de chemins de fer des États-Unis et eut sa répercussion sur le marché européen. Les Banques de Paris et de

(1) « Note sur la situation des places du Caire et d'Alexandrie et moyen proposé pour y porter remède. » — Cette note, nous l'avons trouvée pendant nos recherches aux archives du Ministère des Finances, Le Caire, dans le dossier n° 128 1 /1 *Bourses, questions générales*, années 1906 à 1908.

Londres, d'ailleurs inquiètes de la tendance de la Bourse du Caire et d'Alexandrie, resserraient leurs crédits. Le taux d'intérêt devint énorme (8 et 9 %) et le public, trouvant la charge lourde, essaya de réaliser le plus rapidement possible, pour éviter que le paiement des intérêts n'absorbe le bénéfice probable, de la plus-value des titres. Tout le monde s'est donc trouvé vendeur en même temps et les valeurs offertes n'étant en grande partie cotées qu'aux Bourses du Caire et d'Alexandrie, il en résulta une baisse commencée lentement, mais accélérée par des tentatives malheureuses pour relever les cours.

La baisse des cours, précipitée par une mauvaise récolte cotonnière cette année, se transforma en effondrement par la suspension des paiements de trois maisons financières (1).

A la suite du dépôt du bilan de la Cassa di Sconto, tout crédit fut retiré et il devint impossible d'obtenir la moindre avance sous n'importe quelle forme, même aux conditions les plus dures (2). Les Banques exigeaient le remboursement des prêts qu'elles avaient consentis.

La panique a eu immédiatement sa répercussion sur le prix des actions des Sociétés ou Établissements de premier ordre, tels que la « National Bank », le Crédit Foncier, « l'Agricultural Bank », la Société égyptienne de la Daïra Sanieh, la « Land Bank ». La dépréciation des cours a commencé à se manifester, en général, vers le mois d'avril 1907, mais les cours les plus bas ont été atteints par la majorité

(1) La Banque de Cassa di Sconto et deux agences de change qui ont immobilisé tous leurs fonds dans des opérations spéculatives.

(2) ARMINJON. — *La Situation économique et financière de l'Egypte*, p. 600. KÉRALLAIN. — *La Situation économique et financière de l'Egypte*, *Revue Générale de Droit*, 1912, 2^e série, p. 338.

des titres pendant la période s'écoulant entre le mois de novembre et décembre 1907 (1). Ne pouvant se défaire des titres qui ne trouvaient pas d'acheteur dans le pays, le public a vendu à tout prix ces valeurs qui sont connues et qui ont un marché ouvert dans les Bourses d'Europe. Mais malgré cela, *la loi inflexible de l'offre et de la demande* a trouvé de nouveau son application au mois de mai 1907 ; le prix coté était de 15 ou 20 % au-dessous des prix qui se pratiquaient deux ou trois mois auparavant ; comme dans tous les cas analogues, on est tombé dans l'excès contraire.

Ainsi, nous avons assisté pendant la débâcle à un spectacle caractéristique. Rien que par le fait du besoin d'argent liquide, le public, pour faire face à ses engagements, a dû faire flèche de tout bois. Toutes les valeurs étaient offertes parfois bien au-dessous de leur valeur intrinsèque. « *Ainsi — dit la note officielle précitée — il est résulté un effondrement sur les cours souvent peu justifiés si l'on examine de près la situation financière des Sociétés intéressées.* »

D'après le tableau ci-après, les titres qui ont subi le plus petit écart sont ceux des Sociétés de crédit hypothécaire. Ces titres se trouvaient avoir réalisé en avril 1906, une plus-value de 96,3 % qui n'est pas descendue au-dessous de 58,7 % (novembre 1907). L'écart subi est donc de 37,6 %. En second lieu, viennent les titres appartenant au groupe des entreprises foncières et rurales avec une plus-value variant entre 196,6 % en février 1906 et 110,1 % en décembre 1907 ; soit un écart de 86,5 %.

Les fluctuations les plus considérables se sont manifestées

(1) Statistique des valeurs mobilières 1906-1907 (Direction de la Statistique Générale de l'État), p. 20 et s.

dans les groupes des Sociétés financières. Après avoir réalisé une plus-value de 229,2 % en décembre 1906, ces Sociétés ont subi une dépréciation équivalente à 252,4 % dans l'espace d'une année, leur moins-value se trouvant être en décembre 1907, de 23,2 %.

Bien que le cours moyen des valeurs appartenant aux Sociétés hôtelières se soit toujours maintenu au-dessus du pair, ces valeurs viennent immédiatement après les précédentes, au point de vue de l'importance des fluctuations. Ils ont passé de 270, 3 % à 37,6 % de plus-value ; soit un écart équivalent à 232,7 %.

Les groupes des Sociétés industrielles et commerciales (industrielles, commerciales, et industrielles et commerciales) ont été les plus éprouvés, ayant subi une moins-value variant entre 37,2 % et 75 %.

PLUS OU MOINS-VALUES MAXIMALE ET MINIMALE ATTEINTES PAR CHAQUE
GROUPE DE SOCIÉTÉS PAR ACTIONS PENDANT LES ANNÉES 1906-1907
ET RAPPORTÉES %

Groupes de Sociétés	Maximum		Maximum	
	Mois de	%	Mois de	%
Crédit hypothécaire.....	avril	96,3	novembre	58,7
Banques.....	mars	+ 131,5	—	+ 36,9
Sociétés financières.....	décembre	+ 229,2	décembre	— 23,2
Sociétés { rurales.....	février	+ 196,6	—	+ 110,1
foncières { urbaines.....	janvier	+ 189,3	—	— 20,9
urbaines et rurales.	février	+ 160,2	—	— 28,9
Sociétés de Chemins de fer,				
Tramways	mars	+ 283,1	janvier	+ 184,5
Transports (Navigation à vap.).	janvier	+ 79,5	décembre	— 21,6
Sociétés des Eaux.....	—	+ 503,5	novembre	+ 288
— hôteliers.....	février	+ 270,3	décembre	+ 37,6
— industrielles.....	novembre	+ 19,2	—	+ 45
— commerciales.....	janvier	+ 17,9	—	— 37,2
— indust. et commerc.	—	— 18,8	août	— 75
— diverses.....	mars	+ 56,5	novembre	— 22

Ce tableau est dressé d'après les chiffres des statistiques officielles. Pour montrer le maximum et le minimum des cours atteints, nous avons pris les cours de l'année de la crise et de l'année précédente.

SECTION III

ÉPILOGUE ET ENSEIGNEMENT.

La crise, comme le mot le dit assez clairement, c'est une perturbation brusque dans l'équilibre économique. On l'explique par la *surproduction* (1) suggérée par le spectacle des progrès de l'industrie mécanique, par la *sous-consommation* ; c'est la thèse de ceux qui envisagent la situation matérielle des travailleurs dans notre organisation économique, socialistes ou socialisants, ou par la *surcapitalisation* d'après les économistes d'aujourd'hui.

La crise qui a sévi en Égypte, et dont nous venons de décrire les phases, ne rentre nullement dans la classe ordinaire des crises économiques. Il n'y eut ni surproduction, ni pénurie de produits, ni modifications d'aucune sorte dans l'état de richesse du pays. Ce n'est pas l'industrie manufacturière, absente du pays, ce n'est pas l'industrie minière, encore à naître, qui, trompées dans leurs prévisions ont fait pencher la balance d'un côté ou de l'autre.

C'est simplement un *mal boursier* (2) qui accompagne toujours les crises économiques, mais éclate parfois par suite de l'excès d'agiotage sans être la conséquence d'une perturbation économique (3). C'est une crise financière

(1) V. AFTALION. — *Les Crises périodiques de surproduction.*

(2) MM. les Professeurs ARMINJON. — *La Situation économique et financière de l'Égypte*, p. 606 et s., et CHÉRON, *op. cit.*, p. 196 et s., sont de la même opinion.

(3) Le krach des mines d'or, qui a détruit tant de fortunes en France pendant l'année 1896, en est un exemple. V. E. DELORE. —

comparable en petit à celles qui ont ébranlé l'Argentine et l'Australie vers 1892 (1).

S'il y eut déséquilibre, ce fut dans l'état d'esprit de la population ; déséquilibre provoqué par une intense suggestion qui, parvenue graduellement à son paroxysme, s'empara de toutes les facultés cérébrales. A vrai dire, le nombre des Égyptiens qui spéculèrent ou du moins, firent des placements supérieurs à leurs ressources était très élevé (2), de sorte que le krach semble vraiment n'avoir épargné personne.

Mais toute crise, quelle qu'en soit la forme, est l'effet d'un *abus de crédit* et d'une confiance exagérée, tant de la part des acheteurs et prêteurs que de celle des producteurs et des emprunteurs, bientôt suivie d'une méfiance et d'un découragement. Pour qu'une crise éclate, il faut qu'un grand nombre de personnes aient acheté, vendu, promis au delà de leurs disponibilités.

Pendant quelque temps, les spéculateurs se sont chargés au delà de leurs forces de titres qu'ils ne pouvaient garder longtemps et dont ils cherchaient à se défaire à tout prix. Leur affolement fut causé par une brusque retraite du crédit étranger. De là, la baisse énorme.

On a eu tort de craindre que ce malaise n'affecte la

Les crises financières depuis cinquante ans, *Le Capital* (Édition Économique, 4 décembre 1929).

(1) La crise australienne commença par la faillite de quatorze banques dont le passif atteignait 74 millions de livres. V. RAFFALOVICH, *Journal des Economistes*, juillet 1893. Pierre LEROY-BEAULIEU, *Revue des Deux Mondes*, 15 septembre 1896, *The Economist*, 17 mars 1894.

(2) V. Lord CROMER. — *Rapport sur l'Égypte pour l'année 1904*, traduction française, p. 65.

richesse du pays dans ses bases fondamentales (1). Mais l'Égypte n'était atteinte qu'à la surface, l'engorgement causé par les excès des spéculations et par les engagements disproportionnés d'où la crise est sortie se dissipait peu, lentement, il est vrai, mais sans grande douleur. Et à propos de la faillite de quelques banques durant l'automne de 1911, le Conseiller financier, dans sa note sur le budget de l'année 1912, écrit : « ... Ces faillites, sont dues à des causes bien antérieures à l'année en cours... Elles ne sont qu'un résultat longtemps différé, il est vrai, du mouvement de spéculation qui aboutit à la crise de 1907. Les lourds engagements qui avaient été pris avant la crise, gagés par un actif déprécié ou devenu momentanément irréalisable, sont demeurés en suspens... *Les sources essentielles de richesse et de prospérité du pays n'ont pu être affectées.* »

L'épreuve fut dure mais *salutaire*, et la leçon que viennent de recevoir les gens de Bourse et de Finance, les aura assagis sans détruire en eux l'esprit de spéculation si nécessaire pour le développement économique.

La crise était un malheur utile pour plusieurs raisons : elle a révélé l'insignifiance des capitaux liquides en Égypte et l'absence presque complète, dans les portefeuilles des capitalistes, de valeurs à revenus fixes. Ainsi le marché à terme, alimenté uniquement par des titres de spéculation, est devenu en Égypte un jeu périlleux ; et les capitalistes n'ont pas disposé durant la crise des titres réalisables qui leur auraient permis de résister à la débâcle.

Elle a montré sur une vaste échelle l'anarchie complète

(1) La note officielle précitée.

qui régnait dans les Bourses égyptiennes ; et que si l'Égypte avait besoin pour quelque temps de capitaux étrangers (1), il fallait au moins réparer le tuyau d'arrosage par lequel ils s'introduisent dans le pays.

Elle a montré l'inefficacité du *régime boursier des groupements professionnels*. Une organisation corporative, comme celle de l'Angleterre, ne peut réussir qu'à force de fermeté et de prudence. Il existait une réglementation assez dure contenue dans les statuts et règlements des corporations des agents de change et des courtiers du Caire et d'Alexandrie (2), qui aurait suffi à empêcher les abus si les comités de direction avaient su la faire respecter.

Les courtiers du Caire et d'Alexandrie furent assurément faibles et imprudents : poussés par le désir de faire le plus d'affaires possibles, ils consentaient au premier venu des facilités de toutes sortes. Ils ont tué la poule aux œufs d'or. En plus, il y avait des courtiers *marrons*, des commis, des remisiers dont la foule encombrait les abords de la Bourse, et qui, avec la connivence des courtiers officiels, opéraient en toute liberté et leur servaient de rabatteurs.

N'eût été l'anarchie et le défaut de contrôle qui régnait dans les Bourses égyptiennes, comme conséquence du

(1) Le Comte Cressaty écrivait en 1912 : « L'Égypte occupe le second rang après la Russie parmi les débiteurs de notre épargne nationale ; toutefois, il est bon de faire observer qu'en Russie les capitaux français sont allés en majeure partie à des emprunts d'État (placements d'un bon père de famille, comme on disait en France!!) tandis qu'en Égypte ils ont apporté principalement leur concours au développement du commerce et de l'agriculture. A ce point de vue, l'Égypte occupe le premier rang. » *L'Égypte d'aujourd'hui*, p 5.

(2) V. *supra*, ch. 1, p 91 et s.

Self-Gouvernement boursier, la fièvre spéculative n'aurait pas tourné en délire.

Donc, une réglementation de la part des autorités du pays aurait sans doute épargné à l'Égypte la crise de 1907.

CHAPITRE III

L'ORGANISATION DES BOURSES ÉGYPTIENNES SELON LES PROJETS DE RÉFORME LES DISPOSITIONS NOUVELLES DU CODE DE COMMERCE ET LES NOUVEAUX RÈGLEMENTS BOURSIERS

SECTION PREMIERE

GÉNÉRALITÉS.

En matière de Bourse, la question de réglementation est toujours trop épineuse. C'est le grand souci pour les gouvernements, depuis que les Bourses et les diverses formes de la spéculation ont pris l'extension et le développement auxquels nous assistons actuellement, de trouver le point d'équilibre entre un régime de liberté excessive qui encourage l'agiotage et provoque les crises, et un régime de réglementation à outrance qui entrave les transactions et paralyse le marché (1).

(1) C'est ce que nous prouve l'exemple de l'Allemagne. V. *infra*, Appendice I.

Pour la législation allemande de 1896 et celle de 1908, v. THALLER

Le gouvernement égyptien a entrepris cette tâche difficile. Et n'était la lenteur de la procédure législative égyptienne, toutes les fois qu'il s'agit de législation mixte, le remède aurait pu arriver avant le mal ou tout au moins atténuer la violence de la crise qui surprit le marché égyptien en plein désarroi.

A propos de l'expiration de la période quinquennale en cours devant les tribunaux mixtes, le gouvernement a proposé, par une circulaire du 20 mai 1903 aux 14 Puissances intéressées, en même temps que le maintien de ces tribunaux pour une nouvelle période, différentes additions ou modifications à la législation existante. Parmi ces additions se trouve un projet de loi sur le marché à terme (1). Conformément aux précédents, une Commission de Réforme judiciaire — dite Internationale — a été constituée à l'effet d'examiner ces propositions. Elle était composée de Consuls généraux assistés d'un ou deux délégués techniques pour chaque puissance et présidée par S. E. Boutros Ghali Pacha, ministre des Affaires étrangères de l'Égypte, dont les délégués techniques étaient MM. de Rocca Serra et Bernardi, Conseillers khédiviaux. Cette Commission a tenu sa première séance au Ministère des Affaires étrangères le 16 jan-

Annuaire de législation étrangère, 1897 ; *les Annales de droit commercial* 1897, p. 74, 1902, p. 79, 1906, p. 277, 1908, p. 310 ; *Bulletin de la Société de Législation Comparée* 1898, p. 130. — SAYOUS, *Les Bourses allemandes de valeurs et de commerce et les Lois Impériales* des 22 juin et 5 juillet 1898. (Thèse Paris, 1898). — LESCURE, *Le Marché à terme de Bourse en Allemagne* (Thèse Bordeaux, 1908). — GUYOT, *La Réforme des Bourses allemandes*, (Thèse Dijon, 1911).

(1) Les autres projets, au nombre de 7, portaient sur le règlement d'organisation judiciaire, le Code de procédure civil et commercial, le Code pénal, la législation foncière (deux), les faillites et l'expropriation pour cause d'utilité publique.

vier 1904 ; et il y était décidé, comme en 1898, que les délégués techniques formeraient une sous-commission pour discuter les divers projets présentés et faire un rapport à la Commission plénière.

La Commission a épuisé son ordre du jour en mai 1908 ; ayant examiné tous les projets, que, avec le consentement des Puissances, le gouvernement égyptien lui avait alors soumis ; 6 séances plénières et 62 séances de sous-commission ont été tenues et leurs délibérations ont fait l'objet de 68 procès-verbaux et protocoles et de 7 rapports (1).

A la suite et après l'approbation des Puissances, deux lois modifiant le Code de commerce (lois n° 23 et 24, ch. II, section II, — des Courtiers et des Bourses de commerce), et un décret portant réglementation générale des Bourses, furent promulgués le 8 novembre 1909.

C'est cette double évolution de la législation égyptienne que nous nous proposons de retracer.

Nous allons voir dans quelles circonstances le gouvernement égyptien a saisi la Commission d'un projet de loi sur le marché à terme et comment ce projet fut transformé au sein de la sous-commission en une réglementation générale de Bourse ; ce sont les différents projets, amendements et propositions que nous allons suivre. Quels sont les principes apportés par la réforme. A la fin nous exposons les différentes modifications ultérieures aux règlements de Bourse.

(1) Rapport du Conseiller judiciaire pour l'année 1908, p. 25.

SECTION II

DANS QUELLES CIRCONSTANCES
LA COMMISSION DE LA RÉFORME FUT SAISIE DE LA QUESTION.
REQUÊTE DU COMMERCE D'ALEXANDRIE.

La législation égyptienne ne contenait pas de dispositions spéciales pour le marché à terme et le Code Civil est muet sur le sort des transactions tenant à la nature du jeu et du pari. En conséquence, les tribunaux admettaient en principe l'exception de jeu ; mais leurs jugements portaient que, dans chaque cas, le tribunal doit décider d'après les faits de la cause et l'intention des partis, si la transaction était sérieuse ou si elle n'était qu'un jeu portant sur des différences.

Mais l'appréciation des faits par les deux Chambres de la Cour d'Appel Mixte a varié dans des cas où il est extrêmement difficile de trouver une différence (1).

Dans ces conditions, le commerce d'Alexandrie, justement ému de l'effet de ces décisions, présenta en avril 1902 au président de la Cour d'appel mixte d'Alexandrie une pétition revêtue de nombreuses signatures des plus importantes maisons de la place, le priant, en présence des décisions divergentes de la Cour, de vouloir bien prendre des mesures pour mettre fin à une situation qui lui paraissait intolérable.

(1) Arrêts de la 2^e Chambre : 9 mai 1901 (*R. O.* XXVI, 333 ; *B. L. J.* XII, 298), 13 février 1902 (*R. O.* XXVII, 114 ; *B. L. J.* XIV, 134) ; 13 mars 1902 (*B. L. J.* XIV, 188) et 18 décembre 1902 (*B. L. J.* XV, 70). Arrêt de la 1^{re} Chambre : 5 mars 1902 (*B. L. J.* XIV, 170).

Nous revenons longuement sur la jurisprudence à propos du marché à terme.

Voici, en effet, les termes de la requête (1) :

Monsieur le Président,

Les soussignés, membres de l'Alexandria Produce Association et les membres de l'Association des Courtiers en marchandises de la Bourse d'Alexandrie, agissant à la suite de délibérations votées à l'unanimité par leurs Assemblées générales, prennent très respectueusement la liberté d'attirer l'attention de la Cour sur la situation grave qui est faite au commerce du pays par le manque de fixité et les fluctuations de la jurisprudence mixte en matière de marchés à terme.

S'il est vrai que nul ne doit être censé ignorer la loi, encore faut-il qu'il y en ait une dont les justiciables puissent faire état pour leurs transactions éventuelles.

Sous un régime qui, en cas d'insuffisance de la législation et en l'absence de texte, confère expressément au juge le pouvoir d'y suppléer en appliquant le droit naturel et l'équité, on ne saurait se dissimuler que le principe qui ne permet pas aux magistrats de prononcer par voie de dispositions générales et réglementaires sur les causes qui leur sont soumises, se trouve en Égypte, par la force même des choses, bien souvent mis en échec.

Les décisions de la Cour Mixte, Compagnie unique et souveraine ont, dans bien des cas, la portée de véritables dispositions législatives et constituent la règle des transactions civiles et commerciales dans un pays où rien ne réglemente les conflits de la jurisprudence.

Or, la coexistence de deux lois en contradiction est de nature à jeter la perturbation dans l'ordre économique tout entier, en laissant les justiciables dans l'incertitude absolue de leurs droits et de leurs actes.

Les soussignés n'ont ni qualité ni compétence pour discuter le mérite des différents systèmes consacrés par la Cour sur cette matière ; encore moins ont-ils la prétention de vouloir s'ériger

(1) Comme cette pétition, ainsi que la lettre du Président de la Cour, la transmettant au Ministre de la Justice, forme le point de départ de la législation sur la Bourse nous les insérons ici textuellement.

en critiques justes. Ils ont trop de déférence pour les arrêts de justice et trop de confiance dans les lumières et la haute sérénité de conscience des magistrats, pour pouvoir être suspectés d'une arrière-pensée, même lointaine, de récrimination ou de remontrance.

Mais ils se trouvent en présence de solutions divergentes sur une question des plus graves et qui mettent en jeu un des intérêts vitaux du pays.

Est-il besoin de relever ici les inconvénients d'un dualisme qui, tout en jetant le marasme sur le marché égyptien, déjà si éprouvé, porte atteinte au prestige de la justice, en créant pour les plaideurs un état d'insécurité et d'appréhension inconciliables avec la conception même que l'on se fait du droit.

Admettre la possibilité que la solution de litiges identiques demeure uniquement subordonnée, par avance, à une simple question de hasard dans la répartition des affaires, c'est détruire l'égalité des plaideurs devant la loi.

Incompatible avec la conception du droit, l'incertitude créée par une telle situation ne frappe pas seulement la corporation, nombreuse et importante aujourd'hui, des courtiers et des agents de change : en paralysant toute une série de transactions multiples, qui, dans le mécanisme des sociétés modernes, répond à une nécessité économique reconnue par toutes les législations comme constituant une des sources vives de la richesse publique, elle a son contre-coup direct ou indirect, dans un pays surtout où la Bourse, marché où viennent affluer presque tous les produits du sol égyptien, est, par cela même, un des facteurs et des rouages principaux de la prospérité nationale.

La question n'est pas de savoir si, en principe, les marchés à terme sont valables et productifs de leurs effets juridiques à l'instar de tous les autres contrats civils ou commerciaux : entrés dans les mœurs économiques, consacrés par la pratique constante, protégés aujourd'hui par la plupart des législations positives, même par des traditions invétérées que l'ancien droit semblait devoir rendre les plus intransigeantes sur cette matière, les contrats dits (marchés à terme) ou (ventes à livrer) sont admis et reconnus, même par la jurisprudence des tribunaux mixtes.

Mais la reconnaissance d'un principe (*in abstracto*) ne résout pas les difficultés et ne fait point disparaître l'incertitude, et, par suite, le malaise de la place.

Subordonner la validité de ce marché à des considérations purement subjectives, telles que : la situation de fortune d'un des contractants, l'importance des opérations conclues, l'intention présumée, souvent bien difficile, à préciser, du spéculateur, et autres éléments du même genre, c'est substituer la méthode empirique aux règles fixes du droit ; c'est ouvrir l'accès à l'arbitraire dans l'administration de la justice ; c'est surtout n'envisager qu'une partie de l'opération complexe, laquelle, simple jeu, peut-être, dans la pensée d'une des parties, est parfaitement sérieuse pour la contre-partie représentée par le courtier ou l'agent de change, et se trouve liée à un ensemble de transactions, qui doivent, en dernière analyse, se traduire toujours par une réception ou par une livraison effective et réelle.

Nous disons effective et réelle, parce que la multiplicité des opérations auxquelles peut, durant le cours d'une campagne, donner lieu la vente ou la revente successive d'une même récolte, n'implique nullement une augmentation aléatoire et fictive dans la quantité de la chose à livrer, qui reste toujours et invariablement la même, et doit nécessairement, en vertu d'une loi économique impérieuse, aboutir à une attribution finale sur le marché.

Le courtier, quoi qu'il advienne, est donc toujours tenu de s'exécuter au regard de la contre-partie à laquelle il ne lui est pas loisible de venir opposer le caractère fictif de l'opération.

Est-il possible de concilier avec l'équité et avec la justice une solution juridique qui a pour effet de laisser une des parties absolument libre de se dégager à volonté, et l'autre partie sous le coup d'un lien obligatoire auquel elle ne peut se soustraire ? Des abus isolés (les meilleures institutions en sont-elles indemnes ?) ne peuvent en aucun cas justifier le sacrifice de l'intérêt général à des intérêts privés, quelque respectables qu'ils soient : la sécurité du commerce ne saurait avoir à souffrir du fait de quelques spéculateurs sans scrupules.

L'expérience n'est-elle pas là, du reste, pour démontrer que le remède est pire que le mal et va à l'encontre même du but poursuivi ? Que, bien loin de mettre un frein aux excès de la spéculation, la possibilité de soulever l'exception de jeu est, en quelque sorte, et bien souvent, une prime offerte à la mauvaise foi ? Alors que, au contraire, retenu par la crainte d'une sanction certaine, le spéculateur y regardera à deux fois avant

de se lancer dans des opérations aventureuses et risquées qui pourront engloutir toute sa fortune.

Il est peu d'exemples, en Égypte, d'agences de courtage qui, responsables envers leurs clients, ne tiennent pas leurs engagements, même au prix des plus grands sacrifices.

Constituées, pour la plupart, avec des capitaux considérables ; soumises, de leur propre initiative, à des règlements qu'elles se sont imposés ; réunies en corporation sous la direction et la surveillance d'un comité élu en assemblée générale et dont elles acceptent, comme obligatoires, les décisions, elles présentent toutes les garanties de correction, d'honorabilité et de solvabilité ; la bonne foi la plus absolue préside en général à leurs transactions ; souvent, une simple parole échangée les lie mieux que tout écrit.

Et, précisément dans une pensée de protection contre les dangers et les entraînements inconsidérés de la spéculation et afin de limiter les pertes dont le contre-coup se fait immédiatement ressentir dans un marché aussi sensible que celui d'Alexandrie, elles procèdent, chaque quinzaine, à des liquidations régulières dont les époques sont déterminées par avance au commencement de chaque année, et qui sont réglées, non pas suivant la direction d'un comité de courtiers et sur la base des cours fixés arbitrairement et à leur convenance, mais conformément à des cotes en quelque sorte officielles, affichées à la Bourse et obligatoires aussi bien pour elle que pour toutes Banques et les maisons de commerce.

En s'adressant à vous pour vous exposer la situation qui leur est faite aujourd'hui et qui, s'il n'y est pas porté un prompt remède, pourra entraîner, avec leur ruine, celle d'une place importante et active, les soussignés croient avoir des titres à la sollicitude de la plus Haute Magistrature du pays.

Cette situation, Monsieur le Président, il importait de vous la signaler. La justice mixte, dont l'œuvre civilisatrice a été jusqu'à ce jour si efficace en Égypte, ne peut ne pas s'en préoccuper ni laisser plus longtemps ses administrés dans la perplexité de leur droits sur une question dont l'actualité est toujours incessante,

C'est à votre Haute Compagnie qu'il appartient de fixer définitivement une jurisprudence qui, à défaut de toute loi positive et précise, puisse leur servir de guide et vienne mettre

fin à une crise dont l'état d'acuité ne saurait, sans péril grave, être prolongé plus longtemps.

Les soussignés ont l'honneur d'être, Monsieur le Président, etc...

Alexandrie, le 16 avril 1902.

Or, le 12 mai 1902, le vice-président de la Cour (M. Maurice Bellet) transmettait cette pétition au Ministère de la Justice en l'accompagnant de la lettre suivante :

Monsieur le Ministre,

La Cour, dans son assemblée générale du 1^{er} de ce mois, m'a chargé de transmettre à Votre Excellence une pétition qui lui a été adressée par le Commerce d'Alexandrie, à l'occasion de la divergence de sa jurisprudence en matière de marchés à terme.

Il est certain que si tous les membres de la Cour sont d'accord pour reconnaître la validité, en principe, des marchés à terme, ils diffèrent, lorsque ces marchés doivent se résoudre par des différences, dans leurs appréciations sur le caractère de sincérité ou de fictivité de ces opérations, et que divers arrêts les ont considérées, suivant les circonstances, tantôt comme des spéculations parfaitement licites et tantôt comme de simples paris ou un véritable jeu ne pouvant donner lieu à aucune action en justice.

Il ne faut pas s'en étonner :

Même en France, où l'art. 1965 du Code Civil n'accorde aucune action pour une dette de jeu ou pour le paiement d'un pari et où les art. 421 et 422 du Code pénal punissaient sévèrement les paris sur la hausse et sur la baisse des effets publics, en considérant comme paris de ce genre toute vente d'effets publics que le vendeur n'aurait pas eu à sa disposition au moment de la convention ou tout au moins de la livraison en France, dis-je, ni la doctrine, ni la jurisprudence n'étaient d'accord sur la nature des circonstances qui pouvaient servir à déterminer le caractère sérieux ou fictif de l'opération.

Mais il convient de constater qu'à la suite des énergiques protestations de la Banque, du commerce et de la presse, dès 1830, les art. 421 et 422 du Code pénal n'avaient plus reçu d'ap-

plication et que, sous la pression de l'opinion publique et du développement de l'économie politique, la plupart des Cours avaient modifié leur jurisprudence d'abord sévère et tenu de plus en plus à admettre la validité des marchés à terme, alors même qu'ils devaient se résoudre par le paiement des différences, si d'ailleurs il n'y avait eu ni dol, ni fraude, ni manœuvres coupables.

C'est dans ces circonstances qu'est intervenue la loi du 28 mars 1885, qui a abrogé les art. 421 et 422 du Code pénal depuis longtemps déjà tombés en désuétude, et toute les dispositions législatives prohibitives des opérations de Bourse.

On peut dire que cette loi n'a fait que consacrer la légalité des opérations précédemment tolérées par l'usage et par les pouvoirs publics.

En Égypte, où les législateurs avaient eu le soin de ne pas reproduire dans les Codes mixtes ni les dispositions des art. 421 et 422 du Code Pénal français, ni celles de l'art. 1965 du Code Civil, il semblait qu'il n'y avait plus matière à controverse.

Mais la question touche à tant d'intérêts publics et privés, à des principes de morale si élevés et si divers qu'il a suffi des dispositions assez vagues et indéterminées de l'art. 148 du Code Civil qui édictent que l'obligation n'existe que si elle a une cause licite pour faire renaître la discussion.

Les pétitionnaires croient qu'il appartiendrait à la Cour de fixer sa jurisprudence ; il n'en est rien : chaque juge ne relève que de sa conscience et ne saurait être contraint de l'incliner devant une majorité contraire. La Cour n'a d'ailleurs pas le droit de statuer par mesure générale ; l'aurait-elle, que la mobilité de son personnel, qui se modifie d'année en année, rendrait toujours ses décisions incertaines et variables.

Il n'y a qu'un moyen de mettre fin à la situation regrettable que signalent les pétitionnaires.

C'est de publier une loi positive et certaine.

Il appartient aux Conseils du Gouvernement d'apprécier dans quel sens cette loi doit être faite.

Si le Gouvernement pense que les marchés à terme de valeurs et de marchandises sont contraires à l'intérêt général, immoraux et illicites, toutes les fois que le vendeur ne pourra pas prouver qu'il avait ces valeurs ou ces marchandises à sa disposition, qu'une loi précise en prononce formellement la nullité.

Si le Gouvernement pense, au contraire, comme le Gouvernement français et la plupart des autres puissances, que ces sortes d'opérations sont utiles au crédit public et au développement du commerce, et qu'elles sont licites, puisqu'il y a dans tous les cas, d'un côté une chose qui doit être payée et de l'autre une chose qui doit être livrée, sauf règlement des différences, il est encore nécessaire qu'une loi analogue à la loi française du 28 mars 1885 mette fin à la divergence des opinions actuelles et puisse servir désormais de base aux décisions de la justice.

C'est le seul moyen pratique de remédier à la situation actuelle et de donner satisfaction aux pétitionnaires.

Veuillez agréer, etc...

Le gouvernement, d'après le vœu de l'Assemblée Générale de la Cour d'appel mixte, exprimé par la lettre du vice-président de la Cour, reproduite ci-dessus, a décidé de soumettre la question à la Commission de la Réforme judiciaire; « prenant en considération le fait que la plupart des législations admettent la validité des marchés à terme, soit toujours, soit dans certains cas, il a résolu, après quelques hésitations, de présenter une loi validant ces contrats, même lorsque les parties n'ont eu en vue que le règlement des différences ». Et pour montrer sa bonne volonté, il a déclaré qu'il « fera le meilleur accueil à n'importe quel projet pour la solution du problème que la sagesse de la Commission ou l'un de ses membres pourra lui suggérer et qui mettrait un terme au pur agiotage, tout en donnant satisfaction aux besoins de la spéculation légitime » (1).

(1) V. Rapport du Conseiller judiciaire pour l'année 1903, p. 25.

SECTION III

POSITION DE LA QUESTION DEVANT LA SOUS-COMMISSION.
PROJETS, SUGGESTIONS ET DISCUSSIONS.

§ 1. — PROJET PRIMITIF DU GOUVERNEMENT.

L'exposé primitif du projet présenté par le gouvernement contenait un seul article qui était ainsi conçu :

« Tous marchés à terme sur effets publics ou autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises, sont reconnus valables, alors même que, dans l'intention des parties contractantes, elles devraient se résoudre par le paiement d'une simple différence. »

A la Sous-Commission (1) cette proposition devint l'objet d'une controverse animée et souleva la vive opposition d'un de ses membres, M. Vercamer (délégué belge et Conseiller à

(1) La Sous-Commission était composée comme suit :

MM. Boutros Ghali Pacha, Président.

Bernardi et De Rocca Serra, Délégué du Gouvernement Égyptien ;

Gescher,	—	d'Allemagne ;
De Korizmios,	—	d'Autriche-Hongrie ;
Vercamer,	—	de Belgique ;
Kraft,	—	du Danemark ;
Vasquez,	—	d'Espagne ;
De Sigoyer,	—	de France ;
Mac Ilwraith,	—	de Grande-Bretagne ;
Antoniadis,	—	de Grèce ;
Moriondo,	—	d'Italie ;
De Souza-Larcher,	—	du Portugal ;
Batcheller,	—	des États-Unis ;
Wierdels,	—	des Pays-Bas ;
D'Abaza,	—	de Russie ;
Montan,	—	de Suède et de Norvège.

la Cour mixte d'Alexandrie). Fervent adepte de la doctrine antitermiste, — imbu des idées de l'Anglais Charles William Smith, le Français Alfred Paisant, les Allemands Alexandre Van Gülpen et Gustave Rühland, et le Hongrois Robert Zélenski, qui furent au nom des intérêts agricoles, les promoteurs dans différents pays d'un important mouvement contre le marché à terme sur les produits de l'agriculture (1), — il fulmina contre les pratiques de la spéculation un véritable réquisitoire (2), que d'ailleurs il a développé dans deux ouvrages très documentés (3).

Encore qu'à la même séance tenue par la Sous-Commission où la question fut très longuement discutée, il n'y ait pas eu de scrutin, il se manifesta, néanmoins, parmi les membres de la Sous-Commission, une tendance à se rallier à l'idée qu'une solution se présentait dans l'établissement d'une Bourse officielle régie par des statuts rigoureux approuvés par le gouvernement.

M. Gescher disait qu'on pourrait accepter le projet du gouvernement « si en Égypte la Bourse et le métier de courtier étaient réglementés et surveillés par le gouvernement (4) ».

M. Larcher disait que « s'il avait donc une proposition à faire, dans une matière si controversée, il s'inspirerait de la législation portugaise, et tendrait surtout à la réglementation de la Bourse et de la profession de courtier (5). »

M. Vasquez « considère comme légitimes les contrats à

(1) Pour la campagne antitermiste, v. *infra*, appendice I.

(2) Séance du 11 juin 1904, procès-verbal, n° 26, p. 39-84.

(3) *Etude Historique et Critique sur les Jeux de Bourse et Marchés à Terme et La Question Internationale des Jeux de Bourse en Egypte.*

(4) Procès-verbal n° 26, p. 36

(5) Procès-verbal n° 26, p. 37

terme, même lorsque les parties stipulent que ces contrats se résoudront éventuellement par le paiement des différences; il croit. en outre, que ces contrats sont utiles au commerce et, par conséquent, il n'estime pas opportune l'adoption des lois limitatives de la liberté de ces contrats, soit au point de vue de leurs conditions intrinsèques, soit en égard les personnes pouvant s'y engager valablement. Il croit néanmoins que, du moment qu'on applique en Égypte les principes des législations récentes, il faudra, à l'instar de ces mêmes législations, les compléter par une réglementation rigoureuse des actes constatant ces contrats et on y arriverait par la réglementation de la Bourse et par la discipline rigoureuse des actes constatant ces contrats, de façon à écarter autant que possible l'agiotage ou les paris que cachent très souvent ces contrats (1). »

§ 2. — PROJET VERCAMER.

La Sous-Commission a chargé M. Vercamer, « *quelle que soit son opinion sur le fond de la question* » de préparer « *un projet réglementant la Bourse, la profession de courtier, les arbitrages, la désignation des personnes ayant le droit de conclure valablement des marchés à terme, etc...* » (2).

En exécution de cette décision, le délégué belge soumit à la Commission un projet révisant la Section II, chapitre II du Code de Commerce, et celui-ci fut ensuite transmis à trois Chambres de Commerce (les Chambres britannique,

(1) *Ibid.*, p. 39.

(2) *Ibid.*, p. 85.

française et autrichienne) dont les opinions à cet égard ont été communiquées à la Sous-Commission (1).

Toutes les trois se déclaraient en faveur d'une *réglementation antérieure de la Bourse*, mais se montraient résolument opposées à toutes restrictions quant à la liberté de conclure des marchés à terme, analogues à ceux que M. Vercamer proposait d'édicter (2).

Voici, en effet, les dispositions du projet Vercamer :

Projet de révision de la Section II, chap. II du Code de commerce.

Des Bourses du commerce, courtiers et agents de change.

(Art. 72.) 1. Aucune opération de Bourse ne sera négociable qu'en conformité d'un règlement boursier sanctionné par un décret khédivial rendu sur l'avis conforme de la Cour mixte d'Alexandrie.

2. Il y aura dans chaque Bourse un ou plusieurs commissaires du gouvernement chargés de veiller à l'observation du règlement.

(Art. 73.) Des juridictions spéciales, disciplinaires ou arbitrales, pourront être établies par le règlement de la Bourse.

Toutefois, le Tribunal arbitral devra être présidé par un commissaire du Gouvernement ; et, devant le Conseil de discipline, un commissaire du Gouvernement remplira les fonctions de Ministère Public.

Ce dernier aura, en outre, pour mission de dénoncer aux

(1) Séance du 5 mars 1905. Procès-verbal n° 36, p. 1

(2) Procès-verbal n° 36, annexes I et II.

autorités compétentes les banqueroutes et toutes infractions à la loi pénale.

(Art. 74) (1). La profession d'agent de change et de courtier en marchandises est libre.

Les opérations de Bourse ne seront pourtant valablement traitées que par les courtiers ou agents de change inscrits sur une liste dressée par la Direction de la Bourse.

Ne pourront être admis à l'inscription les individus en état de faillite ou ayant fait abandon de biens sans avoir été réhabilités.

Le requérant aura à justifier : 1^o de sa moralité, par un certificat émané du Gouvernorat, de la Moudirieh ou de l'autorité consulaire dont il relève ; 2^o de sa capacité professionnelle, attestée par au moins cinq négociants de la place inscrits sur la liste des notables assesseurs aux tribunaux mixtes de commerce.

L'impétrant sera tenu de prêter serment, devant un délégué de la Direction de la Bourse, de remplir les devoirs de sa profession avec honneur et probité. Ce serment impliquera de plein droit la soumission de l'impétrant aux juridictions spéciales, disciplinaires ou arbitrales établies par le règlement de la Bourse (2).

A défaut d'une disposition réglementaire, les courtiers et agents de change relèveront disciplinairement des Chambres Commerciales de la juridiction mixte. Les peines disciplinaires sont :

1^o L'avertissement ;

2^o Une amende de dix à mille livres égyptiennes ;

(1) Ancien art. 72.

(2) Dispositions imitées de la loi française du 18 juillet 1866.

3° La suspension temporaire ;

4° La destitution.

(Art. 75) (1.) 1° Le courtier ou l'agent de change qui n'aura pas nommé son client au moment de l'opération sera responsable de l'exécution et considéré nommé commissionnaire ;

2° Toutefois, le courtier en marchandises ne pourra se constituer la contre-partie de l'opération traitée par son entremise qu'en vertu d'une autorisation spéciale donnée par écrit avant l'exécution de l'ordre.

3° Aucun courtage ne pourra être stipulé par le courtier pour les marchés traités en contre-partie.

(Art. 76.) Anciens articles 74 à 78.

(Art. 77.) Ancien article 79.

(Art. 78.) Ancien article 80.

(Art. 79.) Les marchés à terme sur effets publics ne seront négociables en Bourse au comptant ou à terme qu'après remise ou dépôt préalable des titres négociés et des fonds affectés à leur acquittement.

Les marchés à livrer sur denrées et marchandises ne seront négociables en Bourse qu'à la charge d'en garantir l'exécution par un cautionnement dont le montant sera fixé par le règlement de la Bourse d'après l'importance du marché.

Qu'il s'agisse d'effets publics ou de marchandises, il ne pourra être procédé à aucun appel de couvertures ou de marges postérieurement à la conclusion du marché, ni à aucune exécution ou liquidation différentielle antérieurement au terme fixé pour la livraison.

(1) Ancien art. 81.

(Art. 81.) 1. Seront seuls admis à négocier des marchés à terme, sur denrées ou marchandises, soit en leur nom, soit par l'intermédiaire d'un courtier, les négociants et producteurs agricoles ou manufacturiers immatriculés à la Bourse.

2. L'immatriculation impliquera la soumission de l'immatriculé à la loi commerciale, spécialement en matière de faillite et de banqueroute, ainsi qu'à la juridiction arbitrale qui serait établie par le règlement boursier dans les limites tracées au chapitre III, Section V, du Code de Procédure.

Disposition connexes :

A. Proposition d'ajouter à l'article 148 du Code Civil : « *L'obligation n'existe que si elle a une cause certaine et licite* » la disposition suivante : « Sont nuls comme contraires à l'ordre public et aux bonnes mœurs les paris ou jeux de Bourse, c'est-à-dire toute convention dans laquelle la commune intention des parties est d'exclure la livraison des denrées, marchandises ou valeurs mobilières quelconques, sur lesquelles elles ne traitent qu'en apparence et de borner l'objet du contrat à une simple différence sur la hausse ou la baisse des cours. »

B. Proposition d'ajouter à l'art. 2 du Code de Commerce : « *La loi répute acte de commerce...* » le 4^e paragraphe suivant : « Toute opération à terme de Bourse sur denrées ou marchandises. »

C. Proposition d'ajouter à l'art. 295 du Code Pénal : « *Sera déclaré banqueroutier simple tout commerçant qui 1^o... ; 2^o s'il a consommé de fortes sommes au jeu, à des opérations de pur hasard ou à des opérations fictives de*

Bourse ou sur marchandises. » Le suivant : « ... ou s'il se rend insolvable par des spéculations ne rentrant pas dans le cercle de ses affaires ou dépassant manifestement ses moyens pécuniaires. » Et un deuxième article (295 *bis*) rédigé comme suit : « Seront poursuivis comme complices et punis de même peine tous intermédiaires qui auront contribué à la faillite par des incitations intéressées, des conseils téméraires ou des nouvelles sciemment inexactes. »

§ 3. — SECOND PROJET DU GOUVERNEMENT.

A la suite de la discussion, au sein de la Sous-Commission, du projet Vercamer (1) on se trouva en présence de deux systèmes :

D'après le premier système, celui contenu dans le projet primitif du gouvernement, — tous les marchés à terme conclu, en Bourse, même purement différentiels, sont valables — complétés par l'amendement de Mac Ilwraith (2) aux termes duquel les opérations définies dans ce projet, pour être valables, « *devraient avoir été conclues en Bourse et en conformité de règlements de Bourse approuvés par l'autorité* (3) ».

Le second système, celui proposé par M. Vercamer, comporte à divers points de vue des restrictions à la validité des marchés à terme « *conclus dans une Bourse réglementée* », concernant, d'une part, les personnes qui peuvent traiter de semblables opérations et, d'autre part, les contrats qui

(1) Procès-verbaux nos 35, 36 et 38.

(2) Conseiller judiciaire au Ministère de la Justice.

(3) Procès-verbal n° 38, p. 17 et 18.

peuvent être valablement conclus en Bourse (interdiction des marchés à découvert sur valeurs, garanties d'exécution des marchés à terme sur denrées et marchandises).

La Commission se rallia au premier de ces systèmes (1).

Et comme suite à un désir exprimé par la Sous-Commission, le Gouvernement a fait préparer un projet de réglementation pour la Bourse.

Un certain nombre des dispositions du projet sont d'ordre législatif, tandis que d'autres sont d'ordre réglementaire. Si elles ont été groupées, c'est afin de permettre un examen d'ensemble des questions que soulève la réglementation de la Bourse.

Le Gouvernement a confié à la Sous-Commission le soin d'introduire les dispositions législatives dans le Code de commerce, ou de faire d'elles l'objet d'une loi spéciale.

Et comme il est à désirer cependant qu'une question de cette importance soit entièrement débattue avant qu'une décision soit prise à son égard, le Gouvernement a communiqué le texte du projet aux banquiers principaux, ainsi qu'à des Assemblées diverses représentant les différentes catégories de courtiers et le commerce extérieur de l'Égypte (2).

(1) La proposition adoptée est ainsi formulée : « *La Commission est-elle d'avis d'accepter le principe de la liberté absolue des marchés à terme sans distinction de personnes ou autres restrictions de fonds, mais avec une réglementation antérieure de la Bourse ?* » Procès-verbal n° 38, p. 20.

(2) *Journal du Caire*, 23 janvier 1907 ; *L'Égypte*, 24 janvier 1907. *La Bourse égyptienne* (14 et 31 janvier 1907) a publié à l'occasion une série d'articles contenant un résumé intéressant des législations qui régissent les Bourses dans les différents pays.

§ 4. — LES DISPOSITIONS NOUVELLES.

Après une discussion préliminaire de dispositions, le second projet du gouvernement a été approuvé dans ses lignes essentielles (1).

La Commission a décidé que *« toutes les dispositions législatives doivent être réunies dans le Code de Commerce »* (2).

Dans ce but, un Comité fut chargé de « la rédaction et la de coordination des différentes dispositions qu'elle a acceptées (3) ».

Le Comité de rédaction présenta le projet définitif composé de deux parties : la première, contenant les dispositions *législatives* consistant en une modification et addition à la Section II, chapitre II du Code de commerce. La seconde, contenant les dispositions dites « *réglementaires* ». Afin de placer sous les yeux de la Sous-Commission tous les renseignements techniques nécessaires, les Associations des courtiers en valeurs du Caire et d'Alexandrie, et l'« Alexandria General Produce Association » ont été consultées, ainsi que les diverses banques (4).

La Sous-Commission, après de nombreuses discussions, approuva dans sa séance du 11 mai 1907 (5) le projet dans

(1) Séances des 28 et 29 décembre 1906, procès-verbaux nos 45 et 46.

(2) Procès-verbaux 4^o 46, p. 9 et n^o 47, p. 1.

(3) Procès-verbal n^o 46, p. 9. Ce Comité était composé de MM. Moriondo, Prunières, de Rocca Serra et Bernardi.

(4) Procès-verbal n^o 47, p. 1.

(5) Procès-verbal n^o 52.

ses deux parties, et décida de présenter son rapport à la Commission plénière (1).

Quant aux dispositions d'ordre réglementaire, « la Sous-Commission a cru devoir les réserver pour un décret khédivial à rendre sur l'avis conforme de la Cour d'Appel Mixte (2) et ce à raison de leur importance secondaire et de la nécessité d'y apporter d'urgence les modifications que l'expérience pourrait commander (3).

Le projet de loi substituant aux articles 72 à 81, C. Com. mixte les dispositions législatives nouvelles ayant été approuvées par la Commission plénière dans sa séance du 17 juin 1907 (4), fut soumis aux Puissances, qui toutes y ont adhéré (5).

Cependant, la promulgation de la nouvelle loi fut retardée à cause du changement survenu dans la situation financière du pays par la crise de 1907 (6), qui a rendu nécessaire un examen nouveau des conditions à imposer dans les règlements de Bourse (7).

Les règlements préparés en Sous-Commission furent ainsi soumis aux agents de change, banquiers, Chambres de

(1) La rédaction du rapport était confiée à MM. Moriondo, Geshet, Vercamer et Pruniers.

(2) C'est le procédé suivi pour la promulgation des Règlements de Police (Décret du 31 janvier 1889).

(3) Commission Internationale de 1904, Rapport de la Sous-Commission.

(4) Commission Internationale de la Réforme Judiciaire, protocole n° 5, 17 juin 1907.

(5) Rapport du Conseiller Judiciaire pour l'année 1907, p. 17.

(6) V. Ch. II § 2 et 3, p. 113 et s. et p. 122 et s.

(7) En effet, l'article 2 du projet stipule que cette loi « entrera en vigueur en même temps que le décret prévu à l'art. 78. C. com. » (c'est-à-dire les règlements de la Bourse).

commerce et autres parties intéressées. Une conférence, composée de représentants de ces différents corps et des Conseillers du Gouvernement, fut réunie au Ministère des Finances. A la suite de cette discussion, certains changements ont été apportés au projet. Le projet amendé a été alors transmis de nouveau aux représentants en question, pour qu'il soit l'objet d'un nouvel examen. Le projet soumis à la Cour d'Appel, dont l'assentiment est requis, a reçu son approbation.

Ainsi, la dernière étape franchie, la réforme a abouti à la promulgation de la loi n° 24 de 1909 portant modification au Code de Commerce Mixte et du Règlement de la Bourse approuvé par décret du 8 novembre 1909 (1). En même temps le Code de Commerce Indigène a été modifié par la loi n° 23 de 1909 de la même manière, afin que ses dispositions correspondent à celles du Code mixte (2).

Notons qu'il devint nécessaire de concilier les anciennes dispositions du § 2, chap. II, C. Com. avec les dispositions nouvelles adoptées. C'est pourquoi les lois n° 23 et 24 de 1909 modifient toute la Section II, intitulée jusqu'à ce moment *Des Courtiers* et qui a pris le titre *Des Courtiers et des Bourses de Commerce*. Toutes les dispositions relatives aux courtiers sont simplement une reproduction de l'ancienne loi avec un nouveau numérotage des articles (3). D'ailleurs, pour adapter la situation nouvelle à la situation déjà existante, l'application de la nouvelle législation fut

(1) et (2) *Journal Officiel* du 15 novembre 1909, n° 127.

(3) Une seule obligation nouvelle est cependant imposée aux courtiers, c'est celle de mentionner les numéros des titres sur le bordereau remis au client lors de la livraison (art. 75 al. 2/69 al. 2, C. Com.).

retardée jusqu'au 1^{er} septembre 1910 (1). Le gouvernement a consacré cet intervalle à l'étude des règlements intérieurs visés par le règlement général : il a envoyé deux délégués (2) auprès des Comités des diverses associations des courtiers, afin d'étudier sur le vif les nécessités pratiques et les intérêts à sauvegarder (3).

Enfin, les règlements intérieurs de la Bourse des valeurs du Caire et celle d'Alexandrie et la Bourse des marchandises à terme d'Alexandrie furent approuvés par des arrêtés ministériels.

Les trois Bourses égyptiennes ont reçu leur consécration officielle par décret autorisant leur ouverture en date du 1^{er} septembre 1910.

SECTION IV

LES CONSÉQUENCES DOCTRINALES DE LA RÉFORME.

Quelles pouvaient être les conséquences du choix fait par la Commission, *d'une voie moyenne* entre le *libéralisme* et l'*étatisme*, dans le domaine général de l'organisation des Bourses ? D'une part, le maintien de la liberté pour les négociants et les courtiers de diriger eux-mêmes les

(1) D. 8 novembre 1909, art. 1^{er}, al. 1 « est approuvé le règlement de la Bourse ci annexé, qui entrera en vigueur à partir du 1^{er} septembre 1910 ». Et comme l'art. 2 de la loi modifiant le Code de Commerce dispose qu'elle entrera en vigueur en même temps que le règlement prévu par l'art. 78/72 C. Com., par conséquent, la loi fut retardée.

(2) MM. Shiarabati Pacha et Talamas Bey.

(3) V. Charles DAHAN. — La législation de la Bourse et des Courtiers, *Gazette des Tribunaux Mixtes d'Égypte*, n° 1, 1910-11, p. 1, 2 et 3.

Bourses; d'autre part, la surveillance plus ou moins étroite du Gouvernement.

Ce principe général de la surveillance gouvernementale sur les Bourses ne saurait être qu'approuvé : le trafic de Bourse; n'intéresse pas seulement ceux qui y participent; les intérêts en jeu dépassent le cercle du grand commerce pour atteindre toutes les classes de la Société.

Ces idées trouvent leur expression dans l'article 77/71 C. Com. qui est ainsi conçu :

« Aucune Bourse de Commerce ne peut être ouverte sans l'autorisation du gouvernement ; toute Bourse qui serait ouverte sans cette autorisation sera fermée par voie administrative. »

« Il y aura dans chaque Bourse une Commission chargée de la direction et un ou plusieurs commissaires du gouvernement pour veiller à l'observation des règlements. »

Donc, la Bourse des valeurs ou des marchandises est une institution officielle qui répond à un *service d'intérêt général*. Indépendamment des nombreux services publics, de police, de justice, de rentrée des impôts, etc., l'État doit en entretenir un, ayant pour objet la circulation publique des valeurs ou des produits, ainsi que la détermination de leurs cours. Là où ce service ne rentre pas dans son administration immédiate, il doit être placé sous son contrôle.

L'État s'est donc réservé sur les Bourses un *droit de souveraineté*. Ce droit se traduit, avant tout, par la faculté d'en autoriser ou d'en interdire l'ouverture (art. 77/71,

1^{er} al.) (1). Une Bourse ne peut être créée que moyennant un décret.

Ensuite, ce droit de contrôle officiel, général, de la Bourse se traduit par l'institution obligatoire d'un *collège de commissaires* munis de certains pouvoirs de surveillance et de discipline et chargés de la tâche de dénoncer au gouvernement les abus comme de lui indiquer la réforme requise. (Art. 77/71, C. Com. al. 2.) (2).

L'État détermine par décret la composition et les attributions de la Commission chargée de la direction de la Bourse, les conditions d'inscription des courtiers et de leurs auxiliaires à la Bourse ; l'admission à la cote des valeurs et des marchandises, l'établissement de la cote officielle ; les liquidations ; la discipline des courtiers, etc... (Art. 78/81/72/75 C. Com.). En plus, le Code de Commerce contient des prescrip-

(1) Par suite des hostilités, les Bourses du Caire et d'Alexandrie ont été fermées du 31 juillet 1914 au 30 janvier 1916 et au 16 juillet 1916 respectivement. V. *La Finance Egyptienne*, du 23 janvier 1915, p. 19-20 : la question de la réouverture de la Bourse des valeurs.

En outre, la Bourse des marchandises d'Alexandrie fut fermée encore du 30 juillet 1918 au 16 juin 1919 (*Journal Officiel* du 18 juillet 1918 et du 16 juin 1919).

L'autorité administrative ne doit d'ailleurs user qu'avec prudence du droit qui lui appartient de prescrire la *fermeture* d'une Bourse autorisée. Pareille mesure peut avoir de graves répercussions économiques.

(2) Le Conseiller Judiciaire (rapport pour l'année 1906, p. 22) s'exprime ainsi : « Les commissaires ont pour charge de sauvegarder autant que possible la responsabilité morale que le Gouvernement a assumée en autorisant la Bourse, mais il est clair que cette responsabilité ne saurait être que purement morale et qu'elle ne revêt pas un caractère plus onéreux que celui qui dérive des autorisations accordées aux Sociétés anonymes. En de telles matières, c'est au public à se protéger lui-même. Il ne doit pas compter sur le Gouvernement pour être prémuni contre les effets d'un manque de vigilance dans les affaires. »

tions auxquelles doivent se conformer les intermédiaires. (Art. 72/76/66/70).

Ce principe de la surveillance gouvernementale pourrait sembler apporter, à un certain degré, dérogation au principe fondamental contenu dans l'article 72/66, 1^{er} al. C. com.: *La profession de Courtier libre.*

En réalité, il n'en est rien. Le principe demeure intact. Toute personne peut donc, comme dans le passé, s'instituer courtier et faire des opérations de courtage ; ce n'est pas interdit par la loi. Mais nul courtier, à moins de remplir certaines conditions fixées par le règlement (d'âge, de stage, de solvabilité et d'inscription par la Commission) ne pourra jouir des privilèges attachés aux Bourses officielles (art. 80/74 C. Com.)

Bref, si dans l'intérêt du public, en tenant compte de l'importance du rôle économique que sont appelées à jouer les Bourses, quelque garantie gouvernementale de respectabilité doit s'attacher à une Bourse officiellement autorisée, les courtiers qui seront admis à la fréquenter et à y conclure des opérations pour les clients doivent avoir à justifier d'un certain minimum de moralité, de capacité et de solvabilité.

Il ne faut pas dire, toutefois, que les courtiers sont des semi-fonctionnaires de l'État, comme le sont en France les agents de change (1).

(1) Le même système existe au Portugal (Code de Comm. art. 64) et en Autriche (loi du 4 avril 1875). En France, cependant, le système a ses détracteurs : la liberté de la profession d'agent de change avait été demandée par une proposition de MM. Trarieux et Boulanger, déposée au Sénat le 5 juin 1897 ; cette liberté existe déjà depuis la loi de 1866 pour les Bourses des marchandises.

Quelle est la sanction en cas d'ouverture d'une Bourse sans autorisation ? Lors de la discussion du projet de l'article 77/71 (ci-devant indiqué) à la Sous-Commission, il se manifesta trois courants d'idées :

Le premier, tendant à donner une sanction pénale (infraction ou contravention) et que la fermeture soit prononcée par les tribunaux (1).

Le deuxième, donnant le droit à l'administration de fermer la Bourse, comme on ferme tout établissement public qui n'a pas été autorisé régulièrement. S'il en est autrement, la Bourse restera ouverte jusqu'à ce que les tribunaux aient statué (2).

Pour le troisième, rien ne devrait s'opposer à l'existence des Bourses privées à côté des Bourses officielles. L'ouverture de semblables Bourses ne constituerait dès lors une contravention ; alors elles ne pourraient être fermées, ni judiciairement, ni administrativement. Mais la seule différence entre les Bourses libres et les Bourses autorisées serait que les opérations conclues dans les premières pourraient être annulées si elles sont différentielles (3).

La Sous-Commission se rallia au second système et l'article 77/71 C. Com. édicte, seulement, la *fermeture par voie administrative* (4).

(1) MM. Batcheller et Larcher.

(2) MM. Mac Ilwraith, de Rocca Serra et Moriondo.

(3) M. Vasquez.

(4) À ce propos, le rapport de la Commission dit : « Le projet n'admet dès lors pas l'existence des Bourses privées à côté des Bourses officielles. »

Et nous croyons que l'établissement d'une sanction pénale est nécessaire en principe à côté de la fermeture par voie administrative. Déjà M. Vercamer a propagé une idée semblable à la Sous-Commission.

Pour l'organisation de la Bourse, il y a deux systèmes opposés : le *système anglais*, où les Bourses sont libres, sous la seule garantie des mesures d'organisation et de discipline corporative prises par les intermédiaires groupés en association libre, indépendante des pouvoirs publics ; et le *système continental* où les Bourses sont des organisations fonctionnant avec l'immixtion de représentants de l'État comme en Allemagne, ou d'organisations officielles comme en Italie ou en France.

Le Stock Exchange de Londres est un excellent modèle d'une Bourse libre, non réglementée par l'État, mais strictement régie par ses propres statuts. On n'y peut avoir accès d'ailleurs que par voie de ballottage sur présentation par des membres comme dans un club (1).

Il y a des pays, comme la Belgique (1867), qui, partant de la liberté de réunion, en ont conclu que les Bourses devaient être libres elles aussi.

En Argentine, le principe adopté par le Code de Commerce de 1889 (art. 75 à 86), est celui de la libre ouverture des Bourses pourvu qu'elle prenne la forme d'une Société commerciale (art. 76). L'exigence d'une Société a indirectement un résultat important. Si la Société prend la forme de Société anonyme, et ce sera le plus fréquent, on applique l'art. 318 C. Comm. qui exige pour ces Sociétés l'autorisa-

(1) V. DECOUDU (Jean). — *La Bourse de Londres*. SCHWARBE (Walter). — *Stock Exchange*. BOUDON (Georges). — *La Bourse Anglaise*. CHEVILLARD (G.) — *Le Stock Exchange. Les Usages de la Place de Londres et les fonds anglais*. LABHART (Théodore). — *Guide pratique pour la Bourse de Londres*. HIRST (Francis). — *The Stock Exchange. A short study of investment and speculation*. POLEY (Goud). — *The history law and practice of the Stock Exchange*.

tion du Pouvoir Exécutif. Le principe du *droit anglais* ou du *droit belge* de la liberté d'ouverture des Bourses se trouve ici limité par la règle qu'il faut une autorisation pour créer une Société anonyme. Il résulte de cette liberté ce point important que le gouvernement ayant approuvé les statuts de la Bourse n'a plus de pouvoir pour les modifier, ni d'action sur le personnel dirigeant de la Bourse. Cette dernière est une Société qui se discipline elle-même et assure son bon fonctionnement (1).

Le législateur égyptien, comme nous l'avons expliqué, a suivi le système continental. D'ailleurs, ce n'est pas le principe français du monopole des agents de change (2) qu'il a adopté : *il a gardé la liberté de la profession* (3).

C'est le même en Allemagne où le principe de la liberté de la profession d'agent de change est maintenu, légèrement atténué par la nécessité de se conformer à certains règlements, pour avoir droit d'entrée dans les diverses associations des courtiers (4). C'était encore le même en Italie pour

(1) V. DÉMOGUE. — *Les Bourses dans la République Argentine*.

(2) V. BUCHÈRE (Ambroise). — *Traité théorique et pratique des opérations de Bourse*. COURTOIS (Alphonse). — *Traité des opérations de Bourse et de Change*. POITEUX. — *La Bourse des Valeurs de Paris* (Thèse Paris, 1926.)

(3) En Argentine, les commissionnaires ont (Statuts de la Bourse de Buenos-Aires, art. 67) un droit privatif pour intervenir dans les négociations des valeurs cotées officiellement et, à cet effet, une enceinte spéciale leur est réservée (*rueda*), et pour contrôler les ventes de titres dans l'enceinte des opérations. Mais ce monopole n'a qu'une portée relative, puisqu'il résulte seulement des statuts de la Société. Par suite, les banques peuvent, entre elles, négocier des titres hors de la Bourse d'après les ordres de leurs clients; un banquier peut aussi, recevant des ordres en sens inverse de deux clients, les appliquer l'un à l'autre. Ceci, en fait, ne paraît pas très usité. V. DÉMOGUE, *op. cit.*

(4) V. SAYOUS. — *Les Bourses allemandes de Valeurs et de Commerce*

les Bourses des valeurs, où le rôle des intermédiaires était réservé à des commissionnaires inscrits et dont l'inscription ne pouvait avoir lieu que s'ils remplissaient certaines conditions déterminées par la loi et sous réserve de leur agrément par les pouvoirs publics (1).

A première vue, le système égyptien ressemble à celui qui est institué en France pour les courtiers en marchandises (loi du 18 juillet 1866) (2). Cette assimilation est inexacte : la loi française de 1866 ne réserve aux courtiers inscrits que quelques prérogatives exceptionnelles, tandis que la loi égyptienne réserve aux courtiers inscrits toutes les fonctions d'intermédiaires sur le marché et supprime en fait le métier de courtier libre.

SECTION V

LES CONSÉQUENCES IMMÉDIATES DE LA LOI.

LE MARASME SUR LE MARCHÉ FINANCIER.

La tâche du législateur était, comme nous l'avons montré, particulièrement délicate, même difficile. Il se trouvait en

(Thèse Paris, 1898). LESCURE. — *Le Marché à terme de Bourse en Allemagne*. (Thèse Bordeaux, 1908.)

(1) V. DROUETS. — *L'Organisation et le fonctionnement des Bourses de valeurs en Italie*.

Depuis quelques années le nombre des agents de change fut limité.

(2) V. BLOCH (Oscar). — *La Réforme des Bourses de marchandises en France et l'organisation de ces Bourses en Allemagne*. Du même auteur : *La Bourse de Commerce. Le Marché de Paris*. KENLER. — *Les Bourses de Commerce et l'Agriculture* (Thèse Paris, 1903). REPOUX. — *La Bourse des marchandises de Paris* (Thèse Paris, 1909).

présence, non seulement d'une situation de fait déjà créée, mais surtout d'un état économique des plus difficiles, d'un marché inquiet où la plus petite faute pouvait aboutir à une secousse économique et dont, après tant d'années de crise, les conséquences eussent été fatales.

Aussi bien que le gouvernement ait agi avec la plus grande prudence au lendemain de la loi, tout le monde était d'accord pour constater que la nouvelle réglementation, dans ses détails, n'était qu'un essai et c'est le temps et l'expérience qui compléteront l'œuvre commencée.

M. le Conseiller judiciaire, Sir Malcolm Mc Ilwraith, après avoir exposé dans son rapport pour l'année 1909 les principales dispositions de la législation nouvelle, concluait ainsi : « ... Il n'est pas probable qu'elles soient favorablement accueillies par tous. Elles sont nécessairement, dans les détails, un essai, et il n'est pas improbable que des modifications, dictées par l'expérience de leur application, deviennent nécessaires dans l'avenir. Mais elles constituent un sérieux effort, pour résoudre un problème d'une grande difficulté dont la solution était devenue dans les dernières années de plus en plus urgente, à cause de la prospérité grandissante et de l'activité commerciale du pays. »

En effet, les critiques ne se firent pas attendre. Sans critiquer le principe même de l'intervention de l'État dans l'institution boursière, on fit entendre les attaques les plus vives contre l'œuvre du législateur (1). La nouvelle législation était, disait-on, « l'œuvre de gens qui ne connaissent

(1) H. KASTNER. — Les Règlements de la Bourse, *La Bourse Egyptienne* du 28 septembre 1910. V. aussi le même journal du 18 septembre 1910 et le *Journal du Caire* du 31 mars 1910.

rien aux affaires... » Et c'était une opinion hautement proclamée, que la persistance du marasme dont souffrait le marché égyptien était due principalement à la nouvelle loi qui rendait impossible toute spéculation et condamnait le marché à l'inertie.

Et les courtiers, par des mémoires et pétitions, se mirent en campagne pour obtenir du gouvernement des modifications aux nouvelles dispositions du Code de Commerce et aux règlements.

Mais comme les modifications au Code nécessitaient la réunion de la Commission Internationale et l'approbation des Puissances, le Gouvernement passa outre à leurs doléances en ce qui concerne la loi elle-même ; il apporta quelques modifications au règlement général de la Bourse par les décrets du 25 avril 1910 et du 27 mars 1912 (1).

D'ailleurs, les règlements intérieurs des trois Bourses furent remplacés par d'autres (2).

Reste à savoir si la nouvelle loi, d'après les doléances des courtiers, coupe les ailes à la spéculation et condamne le marché des valeurs à la stagnation.

(1) Approuvés par des arrêtés du Ministre des Finances datés du 3 juillet 1923.

(2) Comme ce règlement a été remplacé en ce qui concerne la Bourse des marchandises à terme, par d'autres, comme nous allons le voir, et comme le Gouvernement est en train d'élaborer un règlement spécial pour le marché des valeurs, nous nous bornons à dire ici que les principales modifications portaient sur le capital exigé du courtier pour l'inscription (D. 25 avril 1910), l'admission des valeurs à la cote à terme, quelques attributions de la Commission de Bourse et les liquidations (D. 27 mars 1912). Nous reviendrons ultérieurement sur ces points. Voir l'article intéressant de M. le Professeur Chéron dans les *Annales de Droit Commercial* (1912, p. 275 et s.). KASTNER. *Op. cit.* *The Stock Exchange Gazette* du 22 septembre 1910. *The Financial News* du 15 septembre 1910.

Sur le premier point, nous cédon's la parole à un représentant officiel du Gouvernement Égyptien, M. le Conseiller judiciaire (1) :

« Il serait inutile de déclarer — si le contraire n'avait pas été si souvent affirmé par les adversaires de toutes restrictions — que ce règlement n'a pas été élaboré dans le but de supprimer la spéculation. La spéculation, dans certaines limites constitue un *élément nécessaire* de la vie financière de toute communauté commerciale active et toutes les tentatives pour la supprimer se sont toujours montrées impuissantes. Le règlement est encore moins dirigé contre les opérations à terme, comme cela a été parfois affirmé. Le projet officiel proclamant la validité de toutes les opérations à terme, même celles ayant un caractère de pure spéculation, démontre suffisamment les convictions du Gouvernement au sujet de la nécessité de ces transactions, nonob'stant les opinions fortement établies en sens contraire professées par quelques autorités. »

Or, si la législation nouvelle était la seule coupable, nous aurions vu le même marasme à la Bourse des marchandises qu'à la Bourse des valeurs.

La seule raison pour laquelle le marché des valeurs montrait, le lendemain de la loi, si peu d'activité était que les spéculateurs n'étaient pas encore revenus de la stupeur de 1907. Les capitalistes européens, d'abord refroidis par la crise, se sont ressaisis, et les capitaux étrangers ont repris le chemin de l'Égypte. Mais le public, jadis d'un optimisme naïf, devenu trop méfiant, a commencé à ne pas montrer

1) Rapport pour l'année 1909, p. 24.

d'enthousiasme pour les émissions nouvelles : « Chat échaudé craint l'eau froide. »

Si le public a continué à spéculer sur le coton, céréales, etc., ce qui est une vérité tangible, il se méfiait des titres des Sociétés, se souvenant du bluff des années 1905-1907.

SECTION VI

LE SCHISME ENTRE LA BOURSE DES MARCHANDISES ET CELLE DES VALEURS EN MATIÈRE DE RÉGLEMENTATION.

Comme dans le domaine du travail où, au fur et à mesure que les Sociétés se modernisent les besoins se compliquent, on a senti en matière boursière la nécessité d'une division.

En Égypte, avec le progrès gigantesque réalisé dans tous les domaines et le rôle que la Bourse a joué dans le développement des richesses du pays, à mesure que les opérations se compliquaient, on a éprouvé le besoin de remanier les règlements des Bourses : mais, cette fois, d'élaborer pour la Bourse des marchandises des règlements spéciaux différents de ceux de la Bourse des valeurs.

En effet, le règlement général mixte (D. 8 novembre 1909, modifié par D. 25 avril 1910 et D. 27 mars 1912), édicté à un moment où la Bourse venait d'être officiellement reconnue, avait pour but de combler une lacune, mais il était loin de prévoir le développement considérable que la Bourse devait prendre dans la vie commerciale du pays.

La constatation même de ces faits, a fini par démontrer

que le règlement en vigueur ne s'adaptait plus à l'état du marché, spécialement celui du coton, et qu'un réajustement de ses dispositions devenait une nécessité impérieuse.

Le gouvernement, profitant de la fermeture de la Bourse pendant la guerre, franchit le premier pas. Il a élaboré, en 1916, un règlement provisoire pour les Bourses de marchandises à terme (1).

Mais la nécessité d'une seconde révision se fit encore sentir. A la demande du gouvernement, la Commission de la Bourse des marchandises d'Alexandrie a entrepris dès 1920 l'étude d'une refonte des dispositions réglementaires et, à la suite de longues et laborieuses délibérations, a préparé des propositions d'amendement (2).

De son côté, le gouvernement a fait procéder à l'étude des réformes. Une Commission ministérielle fut instituée dans le but de préparer, d'accord avec la Commission de la Bourse, les modifications qu'il y aurait lieu d'introduire éventuellement au règlement (3).

D'après les études de cette Commission, un règlement

(1) Décret du 25 juillet 1916. Il fut suivi d'un règlement intérieur, pour la Bourse des marchandises d'Alexandrie. (Arrêté ministériel du 26 juillet 1916.)

(2) Bourse des marchandises d'Alexandrie : *projet de Règlement général pour les Bourses des marchandises à terme, élaboré par un Comité d'études spéciales désigné par la Commission de la Bourse, 1927.*

(3) Arrêté du Ministre des Finances du 15 novembre 1926 : La Commission était composée comme suit :

Le Sous-Secrétaire d'État aux Finances, Président. Le Conseiller Royal au Ministère des Finances. Le Secrétaire Financier et le Commissaire du Gouvernement près la Bourse des marchandises.

général des Bourses de marchandises à terme fut approuvé. (Décret du 5 novembre 1907.) (1).

Pour résumer, nous pouvons dire que les Bourses, en Égypte, sont actuellement régies par les dispositions suivantes :

1^o Le Code de commerce : art. 66-75/72-81 (lois n^o 123 et 24, 8 novembre 1909.)

2^o Le règlement général des Bourses (D. 8 novembre 1909, modifié par D. 25 avril 1910 et D. 27 mars 1912 pour les Bourses des valeurs).

3^o Le règlement général de la Bourse des marchandises à terme (D. 5 novembre 1927, modifié par D. 9 mars 1928).

4^o Le règlement intérieur de la Bourse des valeurs du Caire (arrêté ministériel du 3 juillet 1913).

5^o Le règlement intérieur de la Bourse des valeurs d'Alexandrie (arrêté ministériel du 3 juillet 1913).

6^o Le règlement intérieur de la Bourse des marchandises d'Alexandrie (arrêté ministériel du 7 décembre 1927).

(1) La Commission a siégé du 14 décembre 1926 au 18 avril 1927. elle a tenu 24 réunions.

La même Commission a commencé dès 1928 à s'occuper du marché des valeurs d'après les propositions de réforme présentées par les Commissions des Bourses du Caire et d'Alexandrie.

CHAPITRE IV

LA BOURSE » LIBRE » DU DISPONIBLE

SECTION PREMIERE

« L'ALEXANDRIA GENERAL PRODUCE ASSOCIATION » ET LA BOURSE DE MINET EL-BASSAL.

Durant plus de soixante ans, soit de 1821, année de la première récolte commerciale de coton égyptien à 1883, il semble qu'aucune réglementation écrite ne fut imposée en Égypte aux opérations, même en ce qui concerne les contrats pour livraison future, contrats qui se pratiquaient — comme nous l'avons expliqué — dès 1861 (1). Des coutumes s'établirent et prirent force de loi, mais le besoin de s'associer, d'élaborer des statuts et des règlements, de fixer des *types* de coton, ne se fit sentir qu'en 1883.

Les négociants et les banquiers d'Alexandrie se réunirent et fondèrent l'« Alexandria General Produce Association » (2).

(1) V. *supra*, p. 101 et s.

(2) La réunion préliminaire fut tenue le 17 février 1883, et l'Asso-

L'Association est administrée par un Comité qui est divisé en deux sections, « A » et « B ». Le Comité « A » s'occupe uniquement de la Section cotonnière, tandis que le Comité « B » administre la Section des graines de coton et des céréales (1).

Quoique n'ayant aucune action directe sur la Bourse des marchandises à terme, ne s'occupant que du disponible, cette Association intervient cependant dans les opérations à terme conclues à ladite Bourse et qui, nécessairement, se terminent par une opération en disponible, sauf toutefois pour les quelques opérations spéculatives qui se clôturent par le paiement d'une différence. Toutes ces opérations ont lieu conformément aux clauses et conditions inscrites au verso des notes-contrats de la Bourse des marchandises d'Alexandrie, dont la rédaction est confiée aux soins de l'« Alexandria General Produce Association » (2).

L'Association forme les différents types qui servent de base aux livraisons, expertise les marchandises (coton, graines de coton et céréales); en cas de divergence d'estimation elle en fixe les différences de prix. Elle donne, en outre,

ciation fut créée le 24, sous une autre dénomination cependant, celle d'« Association Cotonnière d'Alexandrie ». Deux ans plus tard, le 23 mai 1885, l'Assemblée Générale décida de réglementer d'autres produits et, en conséquence, il adopta la dénomination actuelle.

(1) V. Alexandria Général Produce Association : Statuts et Règlements, art. 17-31.

(2) V. *infra* Annexes : notes-contrats.

Pour les modifications à apporter à ces clauses, il faut que l'A. G. P.A. et la Commission de la Bourse des marchandises soient d'accord avec l'approbation du Ministre des Finances (Rég. Int., art. 103 et statuts de l'Association, art. 13).

des estimations sur le rendement probable de la récolte cotonnière (1).

Comme l'Association, ayant pour but la protection du commerce d'exportation, s'occupe principalement du marché en disponible, elle a créé à cet effet, à Alexandrie, « la Bourse de Minet El-Bassal » (2).

(1) L'Association a pour but (statuts, art. 1) :

a) De réglementer toutes les opérations traitées à la Bourse de Minet El-Bassal en marchandises d'exportation.

b) De réglementer les opérations en contrats de coton, graines de coton, de céréales, etc.

c) D'adopter des types de coton, de graines de coton, de céréales, etc.

d) D'établir pour les transactions en marchandises des conditions simples et uniformes.

e) De s'occuper de toute autre question intéressant le commerce d'exportation.

Ce dernier paragraphe est d'une portée vague et générale; il n'est guère possible de mentionner ici toutes les questions secondaires dont s'occupe l'Association; elle prend l'initiative des contrats collectifs que passeront ses membres avec les compagnies de navigation, les peseurs, charretiers, portefaix, etc. Dans cette tâche, elle n'est qu'intermédiaire; chaque membre signe individuellement ces contrats.

V. Fritz ALLEMANN. — *Buts et activité de l'Alexandria General Produce Association*. Congrès de la Fédération Internationale des Associations Patronales des Filateurs et Manufacturiers de Coton, Égypte 1927.

BALLY. — *Le Coton égyptien et la Bourse des marchandises d'Alexandrie*, p. 37.

ECONOMOU. — *Quelques notices sur le marché cotonnier en Égypte*, p. 21.

Voir aussi : *L'Official Report of the visit of the Delegation of the International Federation of Master Cotton Spinners and Manufacturers' Association to Egypt, 1912*, p. 165.

(2) Ainsi dénommée par sa situation dans le quartier portant ce nom, qui signifie « port aux oignons » où l'on a toujours traité les opérations d'achat et vente de la marchandise effective ou disponible. C'est là que se trouvent les entrepôts (Chounahs) des commerçants et banquiers, les Sociétés de Pressage de Coton, la Gare Terminus du Chemin de Fer où convergent toutes les lignes de l'État, le Débarcadère des marchandises expédiées à l'intérieur par le Canal Mahmoudieh,

Cette Bourse est une Société par actions constituée par un acte préliminaire en date du 31 décembre 1883, au capital de L. E. 35.000, représenté par 1.750 actions de L. E. 20, avec la dénomination de « Société égyptienne de la Bourse commerciale de MinetEl-Bassal » et ayant pour but l'acquisition d'un immeuble appartenant à l'État et affecté au fonctionnement de la Bourse. La durée de la Société est de 99 ans.

Les négociants et les banquiers ont dans cette Bourse des bureaux qui entourent la cour centrale de l'immeuble, et c'est là qu'ils se réunissent dans la matinée jusqu'à l'heure de clôture de la Bourse Royale (1).

C'est le Conseil d'administration de la Société de la Bourse qui a la gérance de l'immeuble : il donne en location des bureaux aux négociants et banquiers, délivre les permis d'entrée à la Bourse et met à la disposition de l'« Alexandria General Produce Association » les locaux qui lui sont nécessaires. Mais toute la réglementation des transactions qui s'y traitent, soit en disponible, soit en marchandise effective pour livraison différée, qu'elle soit *franco station* ou *franco débarcadère Alexandrie*, est du ressort de l'A. G. P. A. Toutes les notes établissant de telles transactions portent cette clause : *Cette opération est subordonnée aux règlements de l'« Alexandria General Produce Association » ; tout différend qui pourra surgir sera soumis au Comité qui décidera à la majorité des voix et sans appel.*

et les quais de la Douane où les bateaux prennent chargement pour l'exportation.

(1) De 10 à 13 h. 05 et même un peu plus tard, cette Bourse n'ayant pas d'heures fixes pour les réunions.

Voici de quelle manière se traitent en général les affaires de coton disponible à la Bourse de Minet El-Bassal :

Quand une maison d'exportation a besoin d'une qualité de coton, elle inscrit sa demande sur un petit tableau placé à la porte de son bureau à la Bourse. Le vendeur, ou plutôt son courtier, présente à l'acheteur un échantillon du coton qu'il désire écouler. Si cet échantillon est approuvé, un des employés de l'acheteur se rend au magasin du vendeur et retire de son côté un échantillon de quelques-unes des balles qui sont offertes. C'est sur ce dernier échantillon, dit *général*, que se base l'offre définitive ; l'acheteur indique au vendeur la prime qu'il entend lui payer en plus ou en moins des contrats cotés à la Bourse des marchandises à terme. Si le vendeur accepte cette prime, les parties se mettent d'accord sur le cours de la clôture qui servira de base à la fixation du prix, celle du jour même ou celle d'une date ultérieure. Dans le courant de l'après-midi, l'acheteur se présente au magasin du vendeur, examine toutes les balles qui font l'objet de la transaction et s'il les trouve conformes à l'échantillon général y appose sa marque. L'achat est ainsi définitif.

Quant aux affaires pour livraison différée *franco station*, ou *franco débarcadère*, elles se traitent soit sur échantillon cacheté, soit sur un des types de l'Association. Il en est de même pour les affaires en graines de coton.

Tout désaccord entre les parties au sujet de la qualité des livraisons est tranché par expertise (1).

(1) Nous prenons cette occasion pour remercier vivement M. le Secrétaire de l'Alexandria General Produce Association qui a eu l'obligeance de nous accompagner pendant notre enquête au mois de

SECTION II

ANOMALIE DE LA SITUATION.

Nous avons montré quel rôle effectif joue dans la situation économique du pays l'Association dont dépend la Bourse « libre » de Minet El-Bassal. Mais la situation de cette Bourse est-elle régulière ?

D'après l'article 77/71 C. Com. (L. 8 novembre 1909) : « *Aucune Bourse de commerce ne peut être ouverte sans l'autorisation du gouvernement...* » et « *il y aura dans chaque Bourse une Commission de la direction et un ou plusieurs commissaires du gouvernement pour veiller à l'observation des règlements.* »

Et, d'après l'article 78/72 C. Com. (L. 8 novembre 1909), « *aucune opération ne sera valablement conclue en Bourse qu'en conformité d'un décret (portant l'approbation du règlement de la Bourse)...* »

Or, la Bourse de Minet El-Bassal ne jouit d'aucune autorisation officielle ; elle était ainsi avant la loi du 8 novembre 1909, elle reste de la même façon après.

L'État n'y est pas représenté et il n'y exerce aucune surveillance. Les opérations sont soumises aux règlements de l'A. G. P. A. qui n'ont reçu aucune approbation officielle (1).

décembre 1928 à la Bourse de Minet El-Bassal et aux Bureaux de l'Association.

(1) Du reste, cette Association (composée de négociants d'exportation) est complètement indépendante et libre de modifier à son gré ses statuts et ses règlements sauf pour les clauses inscrites au verso des notes-contrats. V. P. 165 note n° 2.

Le Syndicat Agricole, dans une « *note sur la situation du marché*

Il est vrai que dans les Bourses de marchandises la presque totalité des opérations se fait à terme ; celles en disponible sont rares et le marché de ces dernières se tient à part, parfois dans le local même de la Bourse. Mais ce marché en disponible est réglementé par les pouvoirs publics (1).

La Bourse des marchandises d'Alexandrie, qui est la seule dans le pays, est exclusivement consacrée aux opérations à terme, réglementée par l'État et sous sa surveillance. Celle de MinetEl-Bassal, qui est la seule en disponible aussi, *est entièrement libre*.

Les dispositions du Code de Commerce précitées sont applicables à toutes les Bourses en général ; or, quelle est la raison de cette situation paradoxale, même illégale, passée inaperçue ?

La réglementation des Bourses en Égypte est née, comme nous l'avons expliqué, de la question du marché à terme. Il semblait ainsi que la législation, adoptée par la loi du 8 novembre 1909, ne s'applique qu'aux Bourses opérant à terme. Or, d'après cette nouvelle législation, les Bourses des

cotonnier en Égypte, 31 décembre 1922 », dit « ... Rien ne caractérise mieux son omnipotence comme cette phrase par laquelle se termine chaque chapitre de son règlement : toutes les difficultés qui pourraient naître de l'interprétation des statuts doivent être soumises au Comité entier, qui décidera à la majorité des voix et sans appel. Ainsi donc, toutes les opérations faites à Minet El-Bassal, ou franco station, sont soumises aux règlements de la Produce, règlements faits exclusivement au profit de ses membres. »

(1) Comme le marché des blés à la Bourse de Paris. V. Bourse du Commerce de Paris : Règlements du marché du blé, homologués par arrêté ministériel en date du 31 juillet 1924.

Voir aussi le compte rendu du Congrès de la vente du blé tenu à Versailles les 28, 29 et 30 juin 1900, t. II, 3^e partie, II^e Section : Rapport de MM. R. Mauziæ et Rieul Paisant.

valeurs, traitant au comptant et à terme, sont réglementées aussi.

Les pouvoirs publics ont dernièrement révélé cette illégalité éclatante : ils essayent maintenant de mettre la Bourse du marché effectif sous la surveillance de l'État, sinon le gouvernement prendra l'initiative de créer une Bourse officielle. -

En effet, le gouvernement hésite à appliquer l'article 77/71 C. Com. et à fermer administrativement cette Bourse à cause de la répercussion qui se produira sur l'état économique du pays. Ainsi, on a laissé provisoirement la situation de fait actuelle (1).

(1) Dernièrement une Commission fut formée pour la constitution d'une Bourse officielle en produits effectifs. Elle n'a pas encore terminé sa tâche. (V. *Journal Al-Ahram* du 22 novembre 1929.) La Commission a pour président notre éminent maître Al El-Rahman Fikry Bey, ancien professeur à la Faculté de Droit du Caire, actuellement Directeur du Département du Commerce et de l'Industrie.

En mars 1930, un arrêté du Ministre des Finances a institué une autre Commission, pour le même but. Elle est composée comme suit : le Ministre des Finances, président ; MM. Mohamed Chafic Pacha, vice-président du Sénat, — Ahmed Abd El-Wahab Bey, sous-secrétaire d'État aux Finances. — Fouad Soultan Bey, député, — Joseph Nakas Bey membre du Syndicat agricole, — Khorimi, président du Conseil d'Administration de l'A. G. P. A., — Carver, vice-président du Conseil d'Administration de l'A. G. P. A. et Lindemann, négociant exportateur, membres. Ladite Commission n'a pas encore terminé ses travaux. (V. *journal Al-Ahram*, n° du 9 mars et 5 mai 1930.)

TROISIÈME PARTIE

ORGANISATION

CHAPITRE PREMIER

LE PUBLIC DE LA BOURSE

La physionomie des Bourses varie beaucoup d'un pays à l'autre : la réglementation du marché, sa situation géographique, son importance, ses tendances plus ou moins spéculatives, donnent à une Bourse un caractère spécial.

Nous allons chercher à préciser ces notions en ce qui concerne les marchés égyptiens.

SECTION PREMIERE

LE MARCHÉ DES VALEURS.

Il s'agit ici, généralement, de capitalistes, de spéculateurs, de commissionnaires et d'intermédiaires dont l'agent de change est le type par excellence. Mais souvent le rôle des uns est rempli par d'autres, d'un élément différent, d'une façon soit momentanée, soit permanente.

Le *capitaliste* est celui qui veut acquérir des titres pour

placer sa fortune ou qui veut vendre des titres qu'il possède pour en acquérir d'autres d'un placement meilleur.

Le *spéculateur* est celui qui fait des opérations aléatoires pour son propre compte.

Le *commissionnaire* est celui qui agit en son propre nom ou sous un nom social par ordre et pour compte d'un commettant (art. 85/81 C. Com.).

L'*intermédiaire* qui est ici l'agent de change, est celui qui fait profession de rapprocher les parties et de les aboucher.

Une caractéristique frappante sur le marché égyptien, est l'insuffisance des capitaux nationaux; et, comme nous l'avons montré précédemment, c'est par le concours plus ou moins grand des capitaux étrangers, que sont créées les entreprises différentes : Sociétés foncières, commerciales, industrielles, de transports, de crédit hypothécaire, banques, etc. D'après le tableau ci-après, il y a en Égypte 151 Sociétés par actions égyptiennes avec un capital de L. E. 87.042.529, 30 anglaises avec L. E. 12.472.536, 11 belges avec L. E. 4.229.984 et 3 françaises avec L. E. 1.196.185, soit un total de 195 Sociétés avec un capital de L. E. 104.942.234. Mais la nationalité de la Société n'a rien à faire avec l'origine de ses capitaux; ainsi, la presque totalité de 151 Sociétés dites égyptiennes sont constituées par des capitaux étrangers (1) : *L'épargne manque dans le pays.*

(1) Il n'y a que la Banque Misr (et les quelques Sociétés industrielles et de transports qu'elle a contribué à créer récemment) qui soit fondée avec des capitaux purement égyptiens. Les actions sont nominatives et, d'après l'article 7 des statuts, tous les actionnaires doivent être de nationalité égyptienne. Elle fut constituée au Caire le 3 avril 1920, avec un capital versé à la fin du premier exercice de L. E. 175.108 (dont L. E. 80.000 représentent le capital émis et versé à la fondation). L'Assemblée Générale Extraordinaire a autorisé le Conseil d'Adminis-

Par conséquent, nous trouvons que le marché égyptien dépend, jusqu'à un certain degré, des marchés étrangers. Il ne peut agir par ses propres moyens contre les secousses qui agitent ces marchés, et il subit la répercussion des crises étrangères. Encore l'inexistence d'une banque centrale comme la Banque de France ou la Banque d'Angleterre auxquelles les autres banques peuvent s'adresser pour réescompter leurs portefeuilles à l'escompte, qui est un support nécessaire pour l'activité de tout marché financier, rend la situation malaisée. En effet, il y a la « National Bank of Egypt » qui a le privilège d'émission des billets de

tration à augmenter le capital social jusqu'à concurrence de 3 millions de livres égyptiennes. Se prévalant de cette décision, le Conseil a émis 23.777 actions de L. E. 4 en 1920 ; 6.355 en 1921 ; 17.164 en 1922 ; 11.011 en 1923 ; 40.424 en 1924 ; 61.269 en 1925 et 70.000 en 1927.

DÉVELOPPEMENT DU CAPITAL SOCIAL

Années	Actions ordinaires valeur nominale versée	Différence en plus
	L. E.	L. E.
1920	175.108	
1921	200.528	25.420
1922	269.184	68.656
1923	313.228	44.044
1924	474.924	161.696
1925	720.000	245.076
1926	720.000	—
1927	1.000.000	280.000
1928	1.000.000	—

Dividendes distribués aux actions ordinaires :

Exercices : 1920, nul ; 1921, P. T. 20 ; 1922 P. T. 25 ; 1923, P. T. 30 ; 1924, P. T. 32 ; 1925, P. T. 33 ; 1926, P. T., 34 ; 1927, P. T. 35 ; et 1928, P. T. 36.

banque ; mais en outre, de ce privilège, cet établissement ne joue nullement sur le marché le rôle des autres banques émettrices.

Sur un marché aussi restreint que le nôtre, les opérations que font les « bons pères de famille » pour le placement de leurs capitaux disponibles, si minimes qu'ils soient, ne suffisent pas généralement à occuper une activité professionnelle. Les capitalistes, si peu nombreux, ne fréquentent pas les Bourses et comment, ainsi, pourraient-ils conclure des opérations sans avoir une connaissance précise des usages de la place, du crédit de chaque entreprise (1) ?

Si nous rencontrons sur la place des *capitalistes*, ils sont presque tous des vrais spéculateurs (2), toujours prêts à profiter des fluctuations de cours les plus minimes, cherchant, dans une différence entre deux cours, un certain bénéfice et les voilà aussitôt enrôlés, d'une façon plus ou moins nette, dans la foule bigarrée des spéculateurs. Le commissionnaire ou l'intermédiaire au courant des *faibles* ou des *spécialités* de chacun, s'adresse à l'une de ces individualités qu'il sait posséder les titres désirés et la poussera à accepter tel marché en lui offrant un prix un peu plus élevé que le cours du jour.

(1) Les incidents précurseurs de la crise de 1907 sont un témoignage éclatant.

(2) Au comptant, étant donné que le marché à terme en valeurs, dans les Bourses égyptiennes, est suspendu depuis 1914.

Groupes de Sociétés	NATIONALITES										Totaux	
	EGYPTIENNE		ANGLAISE		BELGE		FRANÇAISE					
	Nombre	Capital	Nombre	Capital	Nombre	Capital	Nombre	Capital	Nombre	Capital		
Crédit hypothécaire	3	L. E. 41.660.401	2	L. E. 2.154.029	1	L. E. 1.505.674	1	L. E. 1.012.469	7	L. E. 46.332.576		
Banques.....	7	5.247.800	—	—	—	—	—	—	7	5.247.800		
Financières.....	2	77.830	1	231.562	1	385.750	1	154.300	5	849.442		
Foncières rurales	10	4.589.476	1	328.965	2	312.137	—	—	13	5.230.278		
Foncières urbaines	12	3.714.357	2	14.625	1	—	1	29.416	16	3.755.398		
Urbaines et rurales	15	2.660.679	5	1.561.623	—	—	—	—	20	4.222.302		
Transports terrestres...	6	1.252.608	2	2.100.461	2	1.655.037	—	—	10	5.008.106		
Transports maritimes et fluviaux	7	291.243	1	292.422	—	—	—	—	8	583.665		
Canaux	2	16.879.579	—	—	—	—	—	—	2	16.879.579		
des Eaux	1	463.278	1	682.500	—	—	—	—	2	1.145.778		
d'Irrigation	2	299.000	—	—	—	—	—	—	2	299.000		
d'Egrenage, Pressage, Raffinerie.....	7	3.902.304	1	263.250	—	—	—	—	8	4.165.754		
Industrielles de Cons- tructions.....	4	142.125	—	—	1	40.504	—	—	5	182.629		
Industrielle d'Alimen- tation	4	449.160	3	899.039	1	123.440	—	—	8	1.471.639		
Industrielles diverses ..	25	1.686.106	1	752.593	—	—	—	—	26	2.438.699		
Commerciales.....	32	2.673.132	5	792.480	1	27.297	—	—	38	3.492.909		
Hôtelières	3	683.798	1	234.000	1	180.145	—	—	5	1.097.943		
Minières	1	200.000	3	2.160.112	—	—	—	—	4	2.360.112		
Diverses	8	173.750	1	4.875	—	—	—	—	9	178.625		
Totaux généraux.....	151	87.043.529	30	12.472.536	11	4.229.984	3	1.196.185	195	104.942.234		

(Chiffres de la Statistique de l'État.)

SECTION II

LE MARCHÉ DES MARCHANDISES ET DES PRODUITS.

Ce marché met en jeu les intérêts les plus divers : en plus des spéculateurs, des commissionnaires, des intermédiaires, nous rencontrons des producteurs et des négociants (1).

Les *producteurs* et les *négociants de l'intérieur* fréquentent assez rarement la place d'Alexandrie et, par le système pratiqué dans l'achat du coton et des céréales, ils se trouvent isolés des courtiers et des négociants exportateurs d'Alexandrie, qui sont réunis le plus fortement du monde dans la Bourse des marchandises et l'« Alexandria General Produce Association. ».

Pour montrer comment les producteurs se défont de leur récolte sans fréquenter la place d'Alexandrie, nous allons passer brièvement en revue le système d'achat du coton — qui est le produit le plus essentiel du pays et sur lequel est basée presque toute l'activité du marché alexandrin — à l'intérieur du pays :

Les producteurs procèdent de diverses manières à l'écoulement de leur récolte cotonnière. Les uns, qui sont les petits cultivateurs, vendent leur coton au village, même à de petits négociants ou autres ; d'autres le transportent à la *Halaga* ou marché le plus proche pour y être cédé au plus offrant ; d'autres enfin, dirigent leur coton vers la *Zarbia* ou entrepôt.

(1) Comme l'Égypte est un pays presque entièrement agricole, nous ne rencontrons pas des *industriels* au sens propre du mot.

Les « Halagas » sont généralement des enclos entourés de petits dépôts que louent des courtiers en coton pour y soigner la vente et le pesage et auxquels les cultivateurs payent un léger courtage en sus d'une contribution perçue à titre de loyer pour occupation de la « Halaga ».

En 1912, l'État a pris l'initiative d'établir des « Halagas » dans tout le pays sur une vaste échelle. Il les a soumises, jusqu'à un certain point, au contrôle des Conseils des Moudiriehs (départementaux) (1) qui surveillent le fonctionnement de celles-ci d'une façon plus méthodique, afin de permettre au petit cultivateur de connaître les cours pratiqués durant toute la matinée à la place d'Alexandrie, tant à la Bourse Royale de marchandises à terme qu'à celle de Minet El-Bassal (2). On peut suivre ainsi les fluctuations du marché cotonnier. Le pesage est également mieux contrôlé sous cette surveillance que par le passé (3).

(1) Ceux-ci les a délégués aux Conseils municipaux et locaux.

(2) A cet effet, les cours sont affichés sur un tableau dressé dans chaque « Halaga ».

(3) Il existe maintenant un grand nombre de « Halagas » disséminées dans toute l'Égypte. Mais c'est principalement dans le Delta (Basse-Égypte) qu'elles fonctionnent convenablement et qu'elles sont fréquentées par les petits cultivateurs. En Haute-Égypte, où elles sont très peu nombreuses, ce système n'a jamais très bien fonctionné. « Les « fellahs » trop conservateurs pour se servir de ces nouvelles méthodes, préfèrent poursuivre leur besogne à leur guise. » voir H. B. CARVER. — *Système d'achat du coton à l'intérieur du pays et l'égrenage du coton*. (Congrès de la Fédération Internationale des Associations Patronales des Filateurs et Manufacturiers de Coton, Égypte, 1927.) Par contre, elles sont établies dans plusieurs villes de la Basse-Égypte où une grande quantité de coton est vendue journellement aux acheteurs locaux. La plus importante de toutes est celle de Mahalla El-Kobra où les arrivages quotidiens, durant les mois d'octobre et de novembre, s'élèvent jusqu'à trois mille sacs de coton et les ventes totales de la saison cotonnière atteignent 250.000 cantars environ. Les autres places importantes sont celles de Tantah, Damanhour et

Le coton n'est pas nécessairement vendu le jour même de son arrivée à la « Halaga » ; mais, d'une façon générale, les cultivateurs désirent vivement regagner leurs villages et sont alors tout disposés à céder leur récolte au meilleur offrant (1). Avant l'offre, tous les sacs de coton sont soumis à l'échantillonnage par les différents acheteurs ; une fois l'affaire conclue, le coton est pesé et l'acquéreur procède à son retrait.

Les « Zarbias », citées plus haut, sont des magasins ou des enclos de différentes dimensions où les cultivateurs peuvent transporter le coton destiné à la vente, de la même manière qu'aux « Halagas » ; mais avec cette différence qu'elles ne sont pas soumises à la surveillance gouvernementale (2).

Les avantages qu'offrent aux producteurs les « Zarbias » sur les « Halagas » sont constitués par le fait qu'ils peuvent y déposer leur coton et obtenir des avances, soit des banques ou des négociants locaux, sans être contraints de céder leur récolte si les prix ne sont pas à leur convenance.

A part ces méthodes exposées, un grand nombre de producteurs transportent leur coton aux usines d'égrenage qui leur délivrent un récépissé (warrant) contre lequel les banques ou les négociants locaux leur accordent des avances.

Kafr El-Zayat ; quelques villages d'alentour possèdent une ou deux « Halagas » secondaires.

Les « Halagas » dépendent depuis 1917 du Ministère de l'Agriculture.

(1) V. Jehan d'IVRAY. — Marché au Coton, *Le Lotus*, I n° 8 novembre 1901, p. 470-472.

(2) Elles existent en grand nombre dans tout le pays, dont quelques-unes des plus importantes se trouvent à El-Mansourah, où pratiquement tout le coton en vente y est acheté. Ces « Zarbias » sont très nombreuses aussi en Haute-Égypte ; El-Minia en compte plus d'une centaine ; elles fonctionnent dans la plupart des autres principales villes,

Ils restent donc maîtres de choisir le moment qu'ils jugent opportun pour la vente de leur coton, comme pour le dépôt en « Zarbia ».

Mais en général, les récoltes importantes appartenant aux grands propriétaires fonciers sont vendues directement aux agents des grands négociants d'exportation (1).

Il y a deux méthodes pratiquées en Égypte pour l'achat de la récolte cotonnière aux cultivateurs. L'une, à *prix fixé* ; elle peut être faite, soit avant la cueillette (ou même avant la semence), soit après. Le planteur livre le coton égrené et pressé ; mais, dans le premier cas, c'est l'acheteur qui prend ses opérations en charge. Cette vente avant la cueillette est dangereuse pour le planteur qui est obligé de livrer une quantité déterminée de coton ; car il arrive quelquefois une différence dans la quantité de coton produit par la plante ; le producteur se la procure sur le marché et il se peut que le cours du jour soit plus élevé que celui de la vente. L'autre, dénommée *on-call*, à écart au-dessus ou au-dessous du cours pratiqué à la Bourse des marchandises

(1) Le coton en magasin est soigneusement examiné et essayé sur le rendement, pour déterminer la quantité du coton égrené que donnera chaque récolte particulière, étant donné qu'elle varie suivant le district, la qualité du sol, l'attention et les soins prodigués à la récolte par chaque cultivateur. Le coton en graines est vendu à l'intérieur sur la base de 315 rotoli par cantar (1 cantar de coton égrené égalant 100 rotoli, soit environ 99.05 livres anglaises). Le rendement en coton par cantar est déterminé par l'égrenage d'une quantité de 315 rotoli de coton en grains, dont le résultat est donné par le pesage du coton, de la graine et des déchets. Après l'égrenage, le coton est transporté à la « farfara », ou salle de manipulation, où il est soigneusement secoué et humecté ; ensuite il est pressé hydrauliquement en balles pesant de 8 à 10 cantars (800 à 1.000 lbs) suivant l'usine. Mais ce pressage hydraulique sert seulement à faciliter son transport jusqu'à la place d'Alexandrie où il est définitivement pressé à la vapeur, prêt à être exporté.

à terme ; dans ce cas, la fixation du prix définitif est laissée au choix du vendeur et doit avoir lieu dans la limite de temps convenu au préalable.

Les planteurs vendaient pour la plupart à prix fixé, mais, depuis quelques années déjà, ils n'opèrent que *on-call*. La faveur dont jouit cette méthode est due, pour une large part, à l'avantage qu'elle offre aux planteurs de n'effectuer la fixation de prix qu'au moment qu'ils jugent opportun, pendant la période déterminée d'avance, et de toucher à la conclusion de la vente et avant la livraison une bonne proportion de la valeur de leur récolte (1), afin de continuer leur mouvement financier, tels que paiement de taxe, frais de la cueillette, etc.

Il ressort de ce système d'achat à l'intérieur du pays que rares sont les *producteurs* qui fréquentent la place d'Alexandrie ; ils ne jouent à la Bourse qu'un rôle très minime et tout à fait accessoire. Ainsi, nous n'y rencontrons que les *négociants exportateurs* qui agissent pour la plupart pour leur propre compte, achetant aux producteurs et revendant à leurs clients à l'étranger, profitant du bénéfice ou supportant les aléas du marché.

A côté des commissionnaires qui achètent pour le compte des négociants exportateurs ou directement pour des maisons étrangères, quelques exportateurs agissent plus souvent en qualité de commissionnaires, se bornant à exécuter les commandes sans se porter ducroire.

D'autre part, on trouve des *négociants importateurs* qui agissent d'ordinaire en qualité de commissionnaires. Les

(1) Basée sur le cours pratiqué à la Bourse des marchandises à terme d'Alexandrie, tout en laissant une marge à l'acheteur.

grandes maisons européennes et américaines envoient en Égypte des représentants qui débarquent invariablement chez un commissionnaire qui conseille, surveille et presse les clients ; il connaît leurs habitudes et leurs goûts ; il sait le crédit dont chacun d'eux est digne et les modifications que sa situation peut subir.

Ainsi, bien que la distinction entre négociants et commissionnaires soit assez nette, elle n'est jamais absolue sur les différents marchés du monde et notamment sur le marché égyptien.

Mais tout de même, au lendemain de la crise de 1907, un certain changement s'est produit ; les maisons européennes restreignant les crédits, certains commissionnaires se sont transformés en véritables négociants (1).

Notons enfin, qu'on rencontre les courtiers qui présentent les *types* différents aux négociants exportateurs, commissionnaires et banquiers. Mais les *purs* spéculateurs sont rares ; les marchés à terme sont faits, pour le compte de personnes absentes, par les commissionnaires et les négociants.

(1) D'ailleurs, la disparition progressive de purs commissionnaires sur la presque totalité des places est très visible ; les « *corn factors* » de Londres ont déjà fait place aux « *merchants* ».

CHAPITRE II

COMPOSITION DE LA BOURSE

MEMBRES ADHÉRENTS ET MEMBRES ACTIFS

Chaque Bourse en Égypte comprend : 1^o des membres adhérents et 2^o des membres actifs.

Les *membres adhérents* à la Bourse des marchandises sont les négociants ; à la Bourse des valeurs, ce sont les banques, banquiers et directeurs des établissements financiers. Les règlements boursiers imposent certaines conditions pour l'admission des uns et des autres à la Bourse. Pour les premiers, il faut : avoir exercé le commerce du coton ou des graines de coton d'une manière suivie et régulière depuis, au moins, deux ans sur une moyenne annuelle minimum de 10.000 cantars effectifs ou de 20.000 ardebs effectifs (il n'est pas tenu compte dans ce total des affaires à terme) ; avoir un bureau dans la ville où fonctionne la Bourse ; justifier d'un capital d'au moins L. E. 30.000 et un cautionnement de L. E. 500. (D. 5 novembre 1927, art. 25). Pour les seconds, c'est une condition de capital qui est exigée. Les règlements intérieurs des Bourses du Caire et d'Alexandrie (arrêtés ministériels du 3 juillet 1923) exigent dans l'article 8

que les banques constituées en Sociétés anonymes doivent posséder un capital minimum de L. E. 150.000 antérieurement versé, et les banques et banquiers privés, faisant des avances sur titres, doivent avoir un capital minimum de L. E. 50.000 (1).

Les membres actifs sont les courtiers et les agents de change. Nous parlons plus loin de ces intermédiaires (2). D'ailleurs, les procédés d'admission des membres adhérents sont les mêmes que ceux des membres actifs (D. 5 novembre 1927, art. 27).

Les *membres actifs* sont les courtiers et les agents de privilèges que leur confèrent cette admission, à savoir : représentation à la Commission de la Bourse (3), voix délibérative aux Assemblées générales (4), d'où ingérence dans la direction de la Bourse et dans les propositions des modifications aux règlements, encore la réduction du 25 % du courtage pour leurs opérations (5), etc.

L'adjonction des membres adhérents aux courtiers et agents de change, avec des devoirs non définis, mais avec des avantages concrets et positifs, est adroitement glissée dans les règlements. Certes, l'idée du législateur est d'ajouter ces membres comme conseillers de haute marque en matière commerciale.

Ce but, s'il est atteint dans les Bourses des valeurs, il ne

(1) Le projet du règlement général des Bourses des valeurs, qui est encore en examen, porte le capital pour les premières à L. E. 500.000 et pour les seconds à L. E. 100.000 (art. 24).

(2) V. *infra*, ch. III.

(3) V. *infra*, ch. VIII, § 1.

(4) V. *infra*, ch. VIII, § 2.

(5) V. *infra*, ch. IV, § 1.

l'est pas encore dans la Bourse des marchandises. Le résultat positif auquel on s'attendait ne peut pas être obtenu par la *monopolisation* du choix des membres adhérents, parmi les personnalités du commerce d'exportation (1), autrement dit, les membres de l'« Alexandria General Produce Association », cette institution omnipotente qui opère, manipule et fait tout selon sa convenance et ses intérêts.

Si le législateur a voulu faire une fusion entre les éléments de la Bourse Royale des marchandises et ceux de la « Produce Association » ou la Bourse « libre » du disponible, pourquoi a-t-il laissé cette dernière sans réglementation officielle ? Le résultat est que les membres de la « Produce » sont représentés à la Bourse Royale, tandis que les courtiers ne le sont pas à Minet El-Bassal.

Le sentiment général est que ces exportateurs, en qualité de membres adhérents, exercent une certaine influence sur les courtiers ; et, dans ce cas, ils exercent en, pratique, un pouvoir qui n'est pas tout à fait dans l'intérêt général du pays. Les courtiers ne nient pas cette vérité. Ils la confessent, mais timidement : les exportateurs sont leurs meilleurs clients ; les intérêts matériels qui existent entre ces deux groupes ont tissé autant de voiles soyeux, à travers lesquels l'éclosion de toute vérité amère semble tout au moins imperceptible.

Le Syndicat général agricole s'indigne contre cette situation inadmissible (2) : « On ne peut permettre — dit-il — que l'intérêt de 10 millions de producteurs soit

(1) Art. 25, D. 5 novembre 1927.

(2) *Note sur le marché cotonnier en Égypte*, 1922.

sacrifié à celui de quelques maisons d'exportation, ou à celui, encore moins intéressant, de 60 courtiers à la Bourse des Contrats. Cette situation a une cause naturelle : c'est que les producteurs et négociants de l'intérieur se trouvent isolés. Par contre, les exportateurs et les courtiers sont groupés et organisés : les premiers ont institué la Bourse de Minet El-Bassal et la « Produce », c'est-à-dire le marché du disponible qui est resté l'œuvre d'une initiative privée d'où toute intervention gouvernementale est absente. Les seconds, la Bourse des Contrats ; mais les abus trop visibles qui ont eu lieu ont attiré l'attention du législateur égyptien qui a fini par soumettre cette Bourse au Code de commerce, aux arrêtés et aux décrets — mais il reste ce fait scandaleux : quelle que soit la récolte ou la situation du marché, les maisons d'exportation clôturent leurs bilans par des centaines de mille livres de bénéfices annuels, tandis que les producteurs subissent des pertes continues qui les conduisent aux banques hypothécaires et puis à l'expropriation ! »

Comme la présence de membres adhérents à la Bourse est dans l'intérêt général du pays, il faut donc les recruter dans la masse de tous ceux dont les intérêts sont en jeu, à savoir : les agriculteurs, les exportateurs, et les commerçants en coton travaillant avec l'intérieur (1).

S'il est vrai que, dans l'état actuel des choses, les producteurs si désorganisés ne paraissent pas se rendre compte de l'intérêt qu'il pourrait y avoir pour eux à surveiller

(1) Les abus si éclatants de la représentation des exportateurs seuls au sein de la Bourse ont trouvé leur écho à la Commission ministérielle de 1927. Malheureusement, et nous le regrettons, on a passé outre et on n'a pas retouché ce principe reconnu vicieux.

le marché, l'absence d'une organisation dans le pays qui rappelle de près ou de loin un *parti agrarien* et prend leurs intérêts en mains rend la situation plus malaisée.

Il ne faut donc pas, à l'indolence habituelle et la timidité passive de notre agriculteur, qui se sacrifie devant toute réclamation qu'il croit bruyante, ajouter l'apathie et l'indifférence des représentants et du gouvernement du pays. *Le législateur lui doit la protection.*

CHAPITRE III

LES INTERMÉDIAIRES

SECTION PREMIÈRE

LES COURTIERS ET AGENTS DE CHANGE.

Les opérations qui se traitent dans les Bourses ne peuvent avoir lieu que par des *intermédiaires* qui rapprochent les offres sur le marché.

Ces intermédiaires sont englobés sous la dénomination générique de « courtiers » (1). Mais lorsque le courtage est

(1) Les courtiers répondent aux besoins même du commerce : ils tirent leur origine de ces simples interprètes qui se chargeaient de guider les étrangers ignorants de la langue et des usages locaux. (SCHMOLLER, *Die Strasburger Tücher-und Weberzunft*, p. 430, note 2). Le règlement des courtiers de Hambourg de 1740 nous parle des « courtiers qui tiennent auberge et reçoivent des hôtes dans leur maison ». Le nom de « Sensal » qu'on leur donnait en Italie, et parfois en Allemagne, ne vient point du bas latin « censarius », mais de la racine talmoud « safsar », qui a le même sens que le mot latin « proxeneta ». (GOLDSCHMIDT, *Ursprünge des Maklerrechts ins besondere Sensal*. — *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XXVIII.) D'ailleurs,

pratiqué sur les valeurs ou effets, le courtier devient un « agent de change ». L'expression ne répond plus à ses attributions modernes, car le courtage du change, papier ou monnaie, a été, depuis un temps assez éloigné, abandonné par l'agent de change aux banquiers ou autres trafiquants cambistes (1).

Comme le courtage constitue un acte de commerce, (art. 2/2, C. Com. (2) — C. fr. art. 632), et le courtier est commerçant de profession (art. 9/1, C. Com. — C. fr., 1^{er}), ses fonctions le rendent justiciable du Tribunal de commerce envers sa clientèle, et sujet à la faillite s'il manque à ses engagements (art. 202/195 C. Com. — C. fr., 437).

Mais en France quelques difficultés ont surgi. On s'est posé la question de savoir si un agent de change pouvait

le mot égyptien qu'emploie le Code pour le courtier c'est « Simsar » qui est tiré de cette racine talmoud.

Notons en passant que, très tôt, on entendit dans tous les pays des plaintes contre les courtiers : on disait couramment en Allemagne : « un mauvais commerçant est un bon courtier ». (Ein schlechten Kaufmann ist ein guter Mokler.) Les auteurs nous transmettent les plaintes de leurs générations et des siècles précédents lorsqu'ils nous disent : *Proxeneta abundant mendacus* (STRACCHA, dans sa *Dissertatio de Proxenatis*) : *communitur vero ex decoctibus fallitis et foro cedentibus hoc hominum genus pullulat* (MARQUARD, *Jus mercat.*, liv. I, ch. VIII.

(1) THALLER. *Op. cit.*, n° 853.

Il y a, comme on va voir, des agents de change qui sont admis comme courtiers à la Bourse des marchandises d'Alexandrie et inversement. En France, d'après M. le Professeur Lyon-Caen (*Traité de Droit Commercial*, t. IV, n° 872) les négociations d'effets ont été pendant longtemps faites par les mêmes intermédiaires que les opérations sur les marchandises ; on les appelait « *courretiere ou corratiers de change, denrées et marchandises* ». C'est seulement à partir de 1639 que les fonctions d'agents de change et de courtiers paraissent avoir été divisées.

(2) « *La loi répute acte de commerce... Toute opération de change, de banque et de courtage.* »

être mis en faillite, alors que la qualité de commerçant paraît in comptatible avec celle d'officier public ou ministériel. D'après M. le Professeur Percerou (1), un point domine toute la question, à savoir qu'il n'est pas douteux que l'agent de change accomplit des actes de commerce. L'agent de change n'est pas autre qu'un courtier ou commissionnaire qui sert d'intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur ; le courtage et la commission sont, au premier chef, des actes de commerce. Et puisqu'il se livre habituellement à des actes de commerce, il faut en conclure qu'il peut être mis en faillite. Sans doute, à la qualité de commerçant, il ajoute celle d'un officier ministériel, mais il n'y a pas de raison pour qu'il ne soit pas soumis à toutes les conséquences qui peuvent résulter de la qualité de commerçant et notamment, le cas échéant, à la faillite (2).

Les dispositions du Code de Commerce sur les courtiers ne concernent pas les intermédiaires pour les contrats purement civils, qui sont considérés comme de simples mandataires et auxquels la jurisprudence applique les règles du mandat (3). (Titre III, ch. VII, ch. VIII du Code Civil).

(1) *Cours de Droit Commercial*, 1927-1928.

(2) A consulter sur ce point et sur un certain nombre de questions concernant la Bourse des valeurs en France : WALDMANN, *La Profession d'agent de change* et THALLER, *De la Faillite des agents de change*.

(3) Appel, Alexandrie : 6 décembre 1893, *B. L. J.*, VI, 47 ; 22 janvier 1896, *B. L. J.*, VIII, 79 (et note) ; 5 février 1896, *B. L. J.*, VIII, 106 ; 30 avril 1902, *B. L. J.*, XIV, 270 ; 19 novembre 1903, *B. L. J.*, XVI, 15 ; 13 janvier 1904, *B. L. J.*, XVI, 90 ; 30 avril 1908, *B. L. J.*, XX, 228.

§ 1. — LIBERTÉ DE LA PROFESSION.

« *La profession de courtier est libre* » (Art. 72/66 al. 1^{er}, C. Com.).

« *Les opérations de Bourse ne seront valablement conclues que par l'entremise des courtiers inscrits sur une liste dressée par la Commission de la Bourse.* » (Art. 80/74, al. 1^{er}, C. Com.)

Telles sont les dispositions essentielles de la législation égyptienne dans la matière. Ainsi toute personne peut donc aujourd'hui, comme dans le passé, s'intituler courtier et faire des opérations de courtage. Mais nul courtier, à moins d'être inscrit, ne pourrait jouir des avantages attachés aux Bourses officielles. Pour le bon fonctionnement de ces Bourses, il faut, pour que le candidat soit inscrit par la Commission, qu'il remplisse toute une série de conditions de moralité, d'âge, de stage, de solvabilité, etc. (1).

L'idée très nette du Code, c'est qu'on ne puisse pas, si l'on veut chercher un contractant, c'est-à-dire trouver un tiers pour lui faire une offre (vente, achat, etc.), s'adresser à d'autres qu'aux intermédiaires inscrits.

Nous devons d'abord passer en revue les points principaux de la législation française en ce qui concerne les agents de change et les courtiers. On assimile, à tort, le système égyptien à celui qui est institué en France par la loi

(1) Nous expliquons ces conditions dans la section suivante.

La profession de courtier « *est libre, à la façon de la profession d'avocat* », Charles DAHAN : La législation de la Bourse et des Courtiers, *Gazette des Tribunaux Mixtes d'Egypte*, n° 1, 1^{re} année 1910-1911, p. 1 et s.

du 18 juillet 1866 pour les courtiers en marchandises. La proposition de convertir les courtiers en demi-fonctionnaires, institués en nombre limité, et investis d'un monopole comme le sont en France les agents de change, fut présentée ; car la législation française, dans tous les domaines juridiques, inspire la nôtre.

Primitivement, le courtage était libre en France, et les courtiers ne se distinguaient pas des agents de change. Cette liberté disparut sous Henri IV, qui constitua un monopole au profit de quelques officiers, et qui paraît avoir seulement renouvelé un Édit de Charles IX (1572) que les guerres civiles avaient empêché d'appliquer (1). Mais la division entre les courtiers et les agents de change ne fut pas dès lors opérée ; elle ne paraît dater que de 1639.

La suppression générale des offices, prononcée par la première Assemblée Constituante, s'appliqua aux courtiers et agents de change (loi du 8 mai 1791) et établit la liberté du courtage. Mais la liberté ne fut pas de longue durée en cette matière ; la loi du 28 Vendémiaire an IV rétablit le système du monopole.

Le Code de Commerce a maintenu le monopole, mais le principe de la vénalité ne fut rétabli que par la loi des finances du 28 avril 1816 (art. 91) qui reconnut aux agents de change, en même temps qu'aux autres officiers ministériels, le droit de présenter leurs successeurs à l'agrément du chef de l'État.

A côté des agents de change, il y a des courtiers en marchandises, des courtiers d'assurances, des courtiers inter-

(1) Arrêt du Conseil d'État pour l'exécution de l'édit du mois de juin 1572.

prêtes et conducteurs de navires, des courtiers de transport par terre et par eau (art. 74 et 77 C. Com. fr.) qui sont tous, sauf les courtiers en marchandises, des officiers publics. Le monopole de ces derniers a été supprimé par la loi du 18 juillet 1866.

Nous ne donnons ici certains détails que pour les agents de change et les courtiers en marchandises qui nous intéressent directement, puisque le système égyptien ne comporte que ces deux genres de courtiers.

Les agents de change (1) sont nommés par décret (art. 74, al. 3, complété par L. 2 juillet 1862) sur la proposition tantôt du ministre des Finances et tantôt du ministre du Commerce suivant que la Bourse auprès de laquelle l'agent est institué possède ou non un *parquet* (2).

(1) Nombreux sont les ouvrages qui ont été publiés sur les Bourses des valeurs et les agents de change en France. En outre des ouvrages précités, voir spécialement : GUILLARD, *Les Opérations de Bourse* ; A. COURTOIS, *Traité des opérations de Bourse et de change* ; *De la négociation des effets publics et autres* ; BUCHÈRE, *Traité des opérations de Bourse* ; BARBEROT, *Le monopole des agents de change* ; Georges BOURDON, *La Bourse et ses hôtes* ; HAYAUX DU TILLY, *Du marché financier et de sa réglementation* (Thèse 1901) ; BOISSIÈRE, *La compagnie des agents de change et le marché officiel de la Bourse de Paris* (Thèse Paris, 1908) ; Marcel BOURBEAU, *La Bourse des valeurs de Paris pendant la guerre 1914-1920* (Thèse Paris, 1921).

(2) Le parquet, ou la corbeille, est un emplacement isolé du reste du public par une main courante en bois ou en fer, établie en forme de cercle et autour de laquelle prennent place les agents de change. C'est là que se fait l'échange de l'offre et de la demande et les agents formulent celles qui leur sont communiquées par leur clientèle en cours de Bourse. Il y a des parquets seulement à Paris, Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nantes et Toulouse. A Paris et à l'égard des valeurs françaises, il existe une corbeille pour le comptant, deux pour le terme ; la rente sur l'État formant une corbeille spéciale. Dans les autres villes, les agents de change se mêlent au public ; ces Bourses n'ont qu'une médiocre importance, le mouvement des cours n'est point impressionné

Ces offices sont en nombre limité. Il y a à Paris 70 agents de change (décret du 29 juin 1898), 30 à Lyon, etc.

Avant le décret du 1^{er} octobre 1862 (art. 8), reproduit par l'article 3 du 7 octobre 1890, la Chambre syndicale donnait seulement son avis sur la désignation des agents de change ; aujourd'hui, le ministre ne peut nommer un agent de change qui n'ait été agréé par elle. Au contraire, dans les Bourses où il n'y a pas de Chambre syndicale (qui sont celles dépourvues d'un parquet), les agents de change donnent seulement un avis (D. 1890, art. 3).

Les attributions conférées par les lois aux agents de change sont multiples : 1^o Ils font la négociation des effets publics et de tous les autres effets susceptibles d'être cotés ; 2^o Ils ont le droit de négocier les lettres de change et billets de commerce ; 3^o Ils constatent officiellement les cours de ces divers effets et valeurs ; 4^o Ils font la négociation et le courtage des matières métalliques ; 5^o Ils constatent officiellement les cours (art. 77 C. Com. fr.).

Ces attributions, sauf celle des matières métalliques, appartiennent exclusivement aux agents de change (1).

Mais quelle est l'étendue du monopole des agents relatif à la négociation des valeurs ? Les agents de change n'avaient-ils de droit exclusif que pour les valeurs admises en fait à la cote officielle ou leur monopole s'étendait-il, au contraire,

par leur trafic ; elles subissent au contraire la marche des autres Bourses et elles ne publient pas de cours.

(1) Les agents de change en sont chargés en concurrence avec les courtiers en marchandises. (Art. 76, al. 2.) A Paris ils ne profitent point de cette attribution. Mais c'est à eux seuls, à l'exclusion de ces derniers, qu'il appartient d'en constater officiellement les cours (art. 76, al. 2). Voir art. 77, al. 2, D. 7 octobre 1890 et art. 73, Règlement particulier de la Compagnie des agents de change de Paris.

à toutes les valeurs réunissant les conditions légales pour être admises à la cote ? La question était née des termes obscurs de l'article 76 C. Com. fr., qui déclare que les agents de change ont seuls le droit de faire les négociations « *d'effets et autres susceptibles d'être cotés* (1) ».

La jurisprudence, en adoptant la première opinion, a repoussé la seconde (2). « Évidemment, dit M. le Professeur Wahl (3), cette interprétation est contraire au texte ; mais elle était inévitable ; en effet, les agents de change ne négocient que les titres *cotés* ; s'ils avaient seuls le droit de négocier les titres *non cotés*, ces titres seraient soustraits à toutes possibilités de négociation. Or, le propre d'un titre négociable, c'est d'être susceptible de négociation. Il fallait donc bien reconnaître à d'autres le droit de négocier ces titres. L'opinion contraire donnerait à la Chambre syndicale le pouvoir exorbitant de déclarer non négociables les titres par cela seul, qu'usant de son pouvoir arbitraire, elle refuserait de les admettre à la cote. »

Toutefois, ce système jurisprudentiel a été consacré par l'article 14 de la loi du 13 avril 1898. Ainsi, pour les titres qui sont soustraits au monopole, l'intermédiaire de personnes autres que les agents de change est licite.

Mais la vente directe des titres admis à la cote officielle sans le recours de l'agent de change est-elle possible ? Cela

(1) Leur privilège à l'égard de valeurs publiques est incontestable, étant donné qu'elles sont cotées de plein droit ; la question se porte ici sur les autres valeurs.

(2) Cass. 1^{er} juillet 1885, S. 1885, I, 257 ; D. 1885, I, 393 ; Cass. 9 mars 1886, S. 1886, I, 208 ; D. 1886, I, 266.

V. CRÉPON. *Op. cit.*, n^o 66 à 87, et THALLER, *Op. cit.*, n^o 989 et 990.

(3) *Op. cit.*, n^o 621.

est admis sans difficulté pour les ventes au comptant ou les ventes à crédit (ventes immédiates avec prix payable à terme) (1). Au contraire, pour les ventes à terme de titres cotés, c'est-à-dire les ventes dans lesquelles la livraison et le paiement doivent être simultanés avec une échéance ultérieure, on exige le recours d'un agent de change (2).

L'empiètement sur le privilège des agents de change — opération connue sous le nom d'*immixtion dans les fonctions d'agent de change* — est frappé d'une peine (l'amende L. 28 Ventôse an IX, art. 8, art. 14 et 15 de la loi des Finances du 13 avril 1898), des dommages-intérêts dus aux agents de change et, d'après la jurisprudence, de la nullité des opérations (3).

La profession d'agent de change a rencontré dans celle de la coulisse une forte concurrence (4).

La *coulisse* est composée d'intermédiaires libres, qui, sans caractère officiel, font également le courtage des valeurs :

(1) Cass. Ch. crim. 4 février 1910. S. 13. I. 65 ; D. 11. I. 17 (note Percerou).

(2) Cass. Ch. crim. 4 février 1910. S. 1912, I. 65 (note Lyon-Caen) ; D. 1911, I. 17 (note Percerou). Notons que l'agent de change a le rôle d'un courtier doublé d'un commissionnaire ; par suite du secret professionnel (D. 7 octobre 1890, art. 40) il traite en son propre nom pour le compte d'autrui.

(3) Cass. req. 6 janvier 1913, D. 14, I. 13 (note Chéron).

(4) Eugène LÉON. — *Etudes sur la Coulisse et ses opérations* (Thèse 1896.). PONS. — *Du marché libre dans les Bourses d'effets publics ou autres valeurs* (Thèse 1907). SALZEDO. — *La Coulisse et la Jurisprudence*. GEOUFFRE DE LAPRADELLE et LÉVY ULLMANN. — Des négociations de valeurs cotées effectuées par l'intermédiaire des coulisiers devant la jurisprudence (*Annales de Droit commercial*, 1896, p. 11 et s.).

Cette profession trouve ses origines dans les *courtiers marrons* qui ne remplirent pas les conditions exigées par la loi, après l'édit de 1572 qui institua les courtiers en officiers publics.

Ils peuvent opérer sur les valeurs *non cotées*, sans empiéter sur les privilèges des agents de change ; ils peuvent faire sur valeurs quelconques des *marchés directs*, tout au moins lorsque ces marchés sont au comptant.

Comme les coulissiers ne sont pas des officiers publics et n'ont pas de caractère officiel, le marché de la coulisse est connu sous le nom de *marché libre*, par opposition au *marché officiel* des agents de change, et la négociation en coulisse, par opposition à la négociation à la Bourse, prend le nom de *négociation en banque*.

Juridiquement, les coulissiers sont des banquiers. Leur nom vient de ce que, primitivement, ces intermédiaires se tenaient à la Bourse dans une sorte de couloir qui portait la dénomination de coulisse. Maintenant, à la Bourse de Paris, ils se réunissent dans des locaux gérés par eux-mêmes, mais le nom de coulissiers leur est resté (1).

La coulisse a vécu longtemps sous un régime de tolérance. D'ailleurs, des rivalités allaient surgir, lorsque la place de Paris se développa, entre la coulisse et le parquet : elle faisait au parquet une vive concurrence, son chiffre d'affaires l'emportait sur celui des agents de change et une grande partie de la Bourse à terme se trouvait entre ses mains.

En 1860, il y eut un procès retentissant entre le parquet et la coulisse et un arrêt de la Cour suprême (2) aurait dû

(1) Ils avaient organisé, à différentes époques, des Bourses du Soir (qu'on appelait la petite Bourse), soit sur les Boulevards et devant le passage de l'Opéra, soit dans le hall du Crédit Lyonnais ; mais la police avait fini par interdire ces rassemblements.

(2) Cass. Crim. 19 janvier 1860, D. 60, I, 40. C'est l'arrêt par lequel s'est terminée la première poursuite correctionnelle dirigée contre les principaux membres de la coulisse de Paris.

entraîner la disparition de la coulisse, qui était considérée comme un organisme illégal. Mais les agents de change comprirent, par suite du développement des affaires, qu'ils avaient tout avantage à laisser vivre la coulisse et ainsi le conflit s'apaisa. Mais déjà, en 1893, lors de la création de l'impôt sur les opérations de Bourse, on faillit la sacrifier. Un arrêt de la Cour de Cassation (1), du 4 février 1910, maintenant une décision de la Cour de Paris du 9 avril 1908 (2), a fait une application nouvelle des pénalités (3).

Les courtiers en marchandises étaient, d'après le Code du commerce, des officiers ministériels, mais comme nous l'avons dit précédemment, leur monopole a été supprimé par la loi du 18 juillet 1866. Ce monopole avait été l'objet de nombreuses critiques (4). Les courtiers, à raison même de leur monopole, étaient peu disposés à des démarches répétées et à des actes d'initiative pour procurer aux commerçants des débouchés lucratifs ou des achats avantageux. Et cela d'autant plus qu'ils se spécialisaient de façon à ne s'occuper que des marchandises d'une ou de plusieurs espèces. Aussi, souvent, n'y avait-il sur une place qu'un nombre très restreint

(1) Cass. Ch. crim. 4 février 1910, S. 1912, I, 65 (note Lyon-Caen) ; D. 1911, I, 17 (note Percerou).

(2) D. 1908, 2, 153.

(3) Dans cette dernière affaire qui eut un grand retentissement, la Chambre Syndicale des Agents de Change de Paris, partie civile aux poursuites du Ministère public, a entendu se servir contre la coulisse de l'amende prévue par la loi de Ventôse qu'on n'avait pas appliquée depuis le procès de 1860, et en obtenir l'extension à une nature d'opérations à laquelle cette amende n'avait pas encore été étendue.

(4) On peut consulter sur ce point l'enquête extra-parlementaire sur le courtage fait en 1865, 1 vol. in-4°, publié à l'Imprimerie Impériale, et un article de M. Michel Chevalier dans la *Revue des Deux Mondes*, du 1^{er} novembre 1862.

de courtiers pour les marchandises d'une certaine sorte. Le choix des commerçants, ayant à recourir à un courtier, se trouvait alors très limité. La spécialisation des courtiers donnait lieu à un autre abus. Souvent les courtiers d'une place négligeaient une branche peu importante des marchandises et la laissaient aux courtiers marrons et quand, grâce à ces derniers, cette branche avait pris un grand développement, les courtiers, invoquant leur monopole, la revendiquaient pour eux et faisaient au besoin exercer des poursuites correctionnelles contre ceux qui l'avaient créée.

La législation de 1866, tout en proclamant la liberté du courtage, n'a pas laissé à tous les courtiers la faculté d'exercer toutes les fonctions de courtage. Elle a pensé que quelques-unes ne doivent appartenir qu'à des personnes d'une confiance particulière.

Le Tribunal de Commerce peut dresser une liste des courtiers de la localité qui demandent à y être inscrits (art. 2, L. 18 juillet 1866). Ils doivent réunir diverses conditions spéciales et prêter serment devant le tribunal ; d'où le nom de *courtiers inscrits ou assermentés* qui leur est donné.

Les courtiers inscrits ont certains monopoles : quoiqu'ils ne soient pas des officiers publics, 1^o ils constatent le cours des marchandises (art. 9, L. 18 juillet 1866) — dans les formes déterminées par le décret du 22 décembre 1866, art. 7 à 11 — seuls ou, si la Chambre de Commerce le décide, assistés de courtiers non inscrits ou de commerçants (art. 2, D. 22 décembre 1866) ; 2^o ils font l'estimation des marchandises déposées dans les magasins généraux (art. 5, L. 18 juil-

let 1866) ; 3^o ils procèdent aux ventes publiques des marchandises (art. 4, L. 18 juillet 1866).

D'ailleurs si, lors de la discussion de la législation de 1866 sur les courtiers en marchandises, personne ne réclama la suppression du monopole des agents de change, des raisons diverses tiennent en sa faveur : le rôle des agents de change ne se borne pas à la négociation des valeurs en Bourse ; ils certifient l'identité des personnes et la sincérité des signatures pour le transfert des effets publics ; ils sont nécessairement les dépositaires, pendant un certain temps, de sommes importantes et de nombreux titres ; ils constatent le cours des valeurs et particulièrement des effets publics. Et, grâce à ce monopole, le Trésor public peut jouir d'une entière sécurité pour les transferts ; la responsabilité que ceux-ci peuvent faire encourir pèse sur les agents de change à l'exclusion du Trésor (1).

Encore, la suppression du monopole aurait conduit au rachat par l'État de toutes les charges d'agents de change : opérations qui eussent coûté cher au Trésor. Une proposition fut faite en 1897 (2) pour fondre, dans une association, commune, le parquet et la coulisse, avec un nombre indéfini de membres et une Chambre syndicale et disciplinaire statuant sur leur admission ; les charges devraient être remboursées au moyen d'un emprunt corporatif dont le service annuel serait garanti par une contribution des agents de change au prorata de leur chiffre d'affaires.

(1) Arrêté des Consuls du 27 prairial an X, art. 16.

Telles sont les raisons développées par le Gouvernement dans l'exposé des motifs de la loi du 18 juillet 1866.

(2) Proposition Trarieux et Boulanger, au Sénat, du 5 juin 1897.

*
* * *

A première vue, on peut assimiler le système égyptien au système français, institué en 1866, pour les courtiers en marchandises. *Cette ressemblance est en partie inexacte* : Elle est exacte en ce sens qu'il n'y a pas de limitation numérique pour les courtiers inscrits ; tout candidat qui remplit les conditions exigées peut obtenir son inscription. Mais la loi française, comme nous l'avons montré, ne réserve aux courtiers inscrits que quelques prérogatives. Telle n'est pas la législation égyptienne ; *tout en gardant le principe de la liberté de courtage, elle réserve aux courtiers inscrits toutes les fonctions d'intermédiaires sur le marché et déclare nulles les opérations conclues sans l'intermédiaire d'un courtier* (1) (art. 80/74, al. 1^{er} C. Com.).

Le système de la loi, tout au moins théoriquement, est celui-ci : tout le monde peut être courtier, mais à moins d'être inscrit, on ne peut jouer aucun rôle sur le marché. *Ainsi, on supprime en fait la profession de courtier libre* (2).

Une proposition fut faite, lors de la discussion de ce système, pour établir, à l'instar du régime français de 1866,

(1) A vrai dire, ce système ressemble au système italien dans les Bourses des valeurs : la loi a réservé le rôle d'intermédiaire à des commissionnaires inscrits, dont l'inscription ne peut avoir lieu que s'ils remplissent certaines conditions et sous réserve de leur agrément par les pouvoirs publics. V. DROUETS. — *L'Organisation et le Fonctionnement des Bourses des valeurs en Italie*.

(2) CHÉRON. — *Annales de Droit Commercial*, op. cit.

Le lendemain de l'application de la législation sur les Bourses, en 1910, certains courtiers marrons, qui n'avaient pas rempli les conditions exigées pour être inscrits, s'efforçaient de constituer une coulisse. Le mouvement était mort-né.

des courtiers libres non inscrits et des courtiers assermentés inscrits chargés notamment de fixer le cours (1).

Il paraît que le système de l'inscription et le principe de la liberté de profession (art. 72 /66, al. 1^{er} C. Com.) sont incompatibles (2). Nullement, étant donné que le nombre est illimité (3).

En 1905, il y avait un mouvement en faveur de la constitution d'un monopole au profit des courtiers pour les établir en officiers ministériels nommés par le Gouvernement (4). Ce mouvement ayant échoué, on a demandé la limitation du nombre des courtiers (5).

La question de limitation du nombre revient sur le tapis chaque fois qu'on commence à remanier les règlements boursiers :

Dernièrement, lors de l'élaboration du règlement de la Bourse des marchandises (décret du 5 novembre 1927), les courtiers de la place d'Alexandrie ont renouvelé la demande (6). Ils ont envisagé deux ordres de considérations, D'une part, des considérations relatives à la *moralisation de la Bourse* et au choix des personnes admises à exercer la

(1) Proposition Vasquez et Vercamer à la Commission Internationale, séance du 5 mars 1905. Procès-verbal n° 36.

(2) L'opinion de la Chambre de Commerce française sur le projet de législation sur les courtiers et les Bourses de commerce. Commission internationale, procès-verbal n° 36, annexe I.

(3) V. dans cet ordre d'idées Vercamber, Commission Internationale, séance du 5 mars 1905, procès-verbal n° 36.

(4) Amendement Vasquez, Commission Internationale, *op. cit.*

(5) Amendement Larcher, Commission Internationale, *op. cit.*

(6) Ils ont demandé de limiter le nombre à 80. V. l'exposé des motifs du projet du règlement pour les Bourses des marchandises à terme élaboré par un Comité d'Études désigné par la Commission de la Bourse, 1927.

profession de courtier (1). D'autre part, des considérations d'*ordre matériel*, à savoir : 1° L'encombrement à la corbeille ; parfois, au même instant, il se pratique, — souvent de très bonne foi. — sur une même échéance, des prix différents (2) ; 2° La difficulté des liquidations qui comportent l'échange d'un nombre considérable de bordereaux dans un délai très court (3) ; 3° La difficulté de la circulation des filières, qui nécessite un travail considérable, lequel doit se terminer dans la matinée (4).

En plus, le Syndicat agricole appuyait la proposition des courtiers (5).

(1) Le seul fait qu'un corps est fermé donne-t-il la certitude qu'il soit très bien composé ? Dans le choix des membres d'une Société fermée, entrent souvent une quantité de considérations extrinsèques.

(2) Le nombre des membres inscrits à la Bourse des marchandises d'Alexandrie était, au 1^{er} novembre 1926, comme suit : Courtiers 86 ; membres adhérents 63 ; jobbers 134 et commis principaux 187. Total : 470.

Devant l'affluence progressive, la corbeille a été récemment élargie. Néanmoins, aux heures d'activité, tous les membres s'entassent, se coudoyant dans une atmosphère surchauffée. Aux heures d'ouverture et de clôture, l'encombrement et la confusion sont indescriptibles.

(3) « Supposons — disait le Président de la Commission de la Bourse d'Alexandrie devant la Commission ministérielle 1926-1927 — que je sois acheteur de 20.000 cantars de coton par fractions de courtiers différents. Je puis donc avoir à régler des différences avec 40 personnes. Je dois préparer 40 bordereaux, les envoyer avec mes employés et en demander l'appellation pour obtenir le règlement le lendemain. Tout cela doit se faire, sous peine d'amende, dans une matinée. Si le nombre des courtiers devait augmenter, j'aurais des positions à régler avec peut-être 60 agences et il viendra un moment où il sera matériellement impossible d'arriver à temps. »

(4) On a cité devant la Commission un cas arrivé récemment d'une émission de 20.000 cantars, soit 80 filières, qui ont dû circuler par voie d'endossement parmi les 86 courtiers actuels pour finir au courtier receveur. Cette opération, malgré la grande rapidité déployée, n'a pu être terminée que le lendemain.

(5) Conférence de Joseph Nahas Bey — Secrétaire général et porte-parole du Syndicat — au Club agricole du Caire, le 17 décembre 1926.

Cette demande n'est-elle pas une première étape vers le monopole (1) ?

La demande a été repoussée par la Commission pour des considérations très justifiées qui ont été développées dans le rapport final. Voici en effet le texte même du rapport en la matière :

« Tout en reconnaissant la nécessité d'assurer la meilleure sélection possible parmi les personnes qui veulent exercer la profession de courtier et tout en admettant qu'il y a lieu d'éviter l'encombrement de la corbeille, nous ne pouvons toutefois nous rallier à la proposition de limiter le nombre des courtiers.

« La limitation du nombre des courtiers serait en conflit avec l'article 72/66 du Code de commerce qui stipule que

(1) Les courtiers ont donné comme exemple, pour les Bourses en nombre limité, celles de Paris et de New York.

Mais à Paris, il y a le monopole avec 70 agents de change. A New York, le nombre des membres est actuellement de 1.100 (le nombre initial était, en 1792, 24 brokers) ; ce chiffre est immuable depuis 1880, mais il pourrait cependant être élevé par le Comité des administrateurs avec l'approbation de la majorité des membres. Le nombre des membres étant limité, l'admission d'un membre nouveau est seulement possible en cas de vacance d'une place. On devient membre en achetant le siège d'un membre décédé, insolvable ou se retirant des affaires et après avoir rempli les conditions légales et obtenu l'avis favorable du Comité d'admission. Le prix d'un siège est très élevé et varie suivant le mouvement de la Bourse : dans une période de baisse, il est relativement peu élevé ; dans une période d'activité, il s'élève considérablement. Dans les années 1860, on l'estimait à 1.000 \$, en 1871 à \$ 2.750. Le prix atteignit \$ 32.500 pendant l'année de *boom* de 1882, mais la panique de 1884 le ramena à \$ 20.000. En 1885, il atteignit \$ 34.000 ; toutefois, les affaires s'étaient de nouveau ralenties et, en 1896, un siège ne fut pas alors vendu plus de \$ 14.000. En 1901, \$ 80.000 ; 1909, \$ 96.000 ; 1920, \$ 115.000 et 1928, \$ 600.000 ! (V. Robert IRVING WARSHOW. *Wall Street, Histoire de la Bourse de New York, des origines à 1930*, trad. fr. par Pierre Coste, p. 206 et s.)

la profession de courtier est libre. *Ce n'est donc pas par voie réglementaire qu'une réforme aussi grave pourrait être introduite.*

« Mais, indépendamment de cette objection de technique législative, il y a, à cette proposition, des objections de fond qui nous ont décidés à l'écarter.

« La limitation du nombre des courtiers aurait pour effet de constituer, en faveur des courtiers admis, un véritable privilège, une véritable charge susceptible de donner lieu à des transactions de nature, parfois, à écarter les plus capables au profit des plus riches ou de ceux apparentés aux courtiers décédés ou démissionnaires à remplacer.

« Il est vrai que la Commission de la Bourse avait prévu que les candidatures seraient examinées dans l'ordre de leur présentation. Mais cette prescription ne pourrait écarter les possibilités d'abus.

« *D'ailleurs, la très grande majorité des courtiers actuels sont étrangers et il ne serait pas possible de leur reconnaître un véritable monopole au préjudice des jeunes Egyptiens qui pourraient être à l'avenir désireux d'embrasser cette profession.*

« Nous avons pensé qu'il conviendrait de donner satisfaction aux desiderata de la Commission de la Bourse d'une autre manière, en exigeant pour l'admission une majorité des deux tiers de tous les membres de la Commission, c'est-à-dire un vote favorable de huit au moins des membres de la Commission sur douze. Actuellement, l'admission est décidée à la majorité absolue des membres et la présence des trois quarts est requise, de sorte qu'un vote favorable de cinq membres suffit pour l'admission d'un courtier.

« L'accès de la profession sera ainsi rendu plus difficile et il est à espérer que la Commission se montrera très stricte dans l'examen de l'honorabilité des candidats; si, en effet, les conditions générales d'admission exigées des candidats (présentation, stage, capital) constituent déjà des garanties sérieuses, le contrôle exercé sur l'admission par la Commission elle-même doit-être, en fin de compte, la meilleure des garanties, pourvu, bien entendu, que la Commission fasse un bon usage du large pouvoir d'appréciation dont elle est investie. »

§ 2. — ADMISSION.

Pour pouvoir être admis comme courtier (D. 5 novembre 1927, art. 15) ou agent de change (D. 8 novembre 1909, art. 2, modifié par D. 25 avril 1910), il faut :

Être âgé de vingt-cinq ans et être capable.

N'avoir pas été déclaré en état de faillite, sauf réhabilitation; ni condamné à une peine pour un crime ou à l'emprisonnement pour vol, banqueroute, escroquerie ou abus de confiance (en Égypte ou à l'étranger).

Résider en Égypte et dans la ville où fonctionne la Bourse auprès de laquelle le candidat veut être inscrit.

Avoir accompli un stage de deux ans au moins comme intéressé actif ou fondé de pouvoirs d'un courtier à la Bourse des marchandises ou avoir exercé deux ans comme jobber ou quatre comme remisier ou comme commis principal. Pour les agents de change, trois ans en qualité d'inté-

ressé actif ou d'employé auprès d'un agent de change ou d'un banquier (1).

Justifier d'un capital d'au moins L. E. 10.000 pour les courtiers et L. E. 5.000 pour les agents de change.

Ne pas être associé ou employé salarié ou autrement rétribué d'une maison de commerce ou d'une banque.

Pour les agents de change, il faut en plus fournir un cautionnement de L. E. 10.000 (2).

Il faut en outre faire contresigner la demande par deux courtiers inscrits à la Bourse où veut exercer le candidat, qui affirmeront sa moralité et son honorabilité (art. 14, D. 5 novembre 1927).

Le candidat doit déposer à l'appui de sa demande d'inscription toutes les pièces nécessaires pour justifier les conditions imposées.

Un Comité d'admission, composé de trois membres courtiers, est délégué annuellement par la Commission de la Bourse. Il procède à l'affichage, pendant un mois à la Bourse, des noms des candidats et de leurs répondants. Pendant cette période, les membres de la Bourse peuvent faire parvenir leurs observations. En même temps, le Comité d'admission peut s'entourer de tous renseignements nécessaires et, après

(1) L'agent de change qui veut être inscrit comme courtier en marchandises, ou inversement, doit remplir les conditions du stage exigé. Dans son projet, la Commission de la Bourse d'Alexandrie, et à l'occasion d'une demande d'admission présentée par un agent de change, a voulu l'accepter sans stage. Mais la Commission ministérielle, à la suite d'une observation de M. le Conseiller Royal Wathelet, a repoussé la proposition, afin qu'il puisse se familiariser avec la Bourse de marchandises. Commission ministérielle, 17^e réunion, séance du 14 mars 1927.

(2) Pour le courtier en marchandises, le cautionnement est remplacé par l'institution de fonds de garantie dont nous parlons plus loin.

avoir entendu les intéressés, il communique son rapport à la Commission avec son avis.

C'est alors, que la Commission statue au scrutin secret sur l'admission ou l'exclusion du candidat. Ce dernier, pour être admis, doit réunir les voix des deux tiers de la totalité des membres de la Commission.

Mais la décision de la Commission sur l'admission est-elle sans appel ? C'est ce que demandaient les courtiers d'Alexandrie ; seul le Commissaire du Gouvernement put, dans l'intérêt de la loi, attaquer la décision par devant le Tribunal de Commerce statuant en Chambre de Conseil (1).

Des individus ayant un passé déplorable ont la chance d'éviter un contact avec la justice. Leur casier est vierge. Quelle est la situation de la Commission de la Bourse en pareil cas ? Les conditions matérielles pour l'admission, imposées par le règlement, sont satisfaisantes, pourtant le candidat est moralement diminué. La Commission, votant au scrutin secret, sans avoir à motiver sa décision, sachant que socialement le candidat est un indésirable, rejettera sa demande.

Mais sur le recours formé, la Commission doit justifier sa décision. Il faut qu'elle explique à la Chambre de Conseil du Tribunal de Commerce les raisons qui ont amené ses membres à refuser la demande. Et comme la preuve matérielle de ces raisons manque ordinairement, celui qui aurait avancé des raisons non judiciairement établies risquerait d'être recherché civilement et pénalement.

Des personnes qui assument gratuitement des fonctions

(1) Bourse des marchandises d'Alexandrie : *Projet de règlement* : Exposé des motifs, p. VIII et IX.

absorbantes et fatigantes accepteront difficilement d'encourir des responsabilités civiles et pénales. Elles préféreront ou laisser passer un candidat peu souhaitable, ou, après le recours, garder le silence plutôt que de se créer des ennemis. Ainsi un homme socialement taré, condamné par l'opinion publique, pourrait être réhabilité par un vote de crainte ou par une décision de justice insuffisamment éclairée et, à la faveur de ce vote ou de cette décision de justice, serait susceptible d'apporter dans la Bourse où la parfaite honorabilité et la plus stricte moralité sont d'une nécessité vitale, une absence complète de scrupules.

Tels sont les arguments des courtiers. La Commission ministérielle rejeta leur demande, mais pas dans son ensemble.

Il est admis que la décision peut ne pas être motivée (art. 17, al. 2, D. 5 novembre 1927) : « car il est impossible d'exiger que les membres de la Commission de la Bourse consignent par écrit les motifs qui peuvent les avoir amenés à refuser l'admission d'un candidat (1) ». La présence du Commissaire du Gouvernement (2) constitue une garantie suffisante que les candidatures seront examinées avec toute l'impartialité voulue.

Le législateur n'a pas exclu tout recours de la part du candidat évincé, si le refus d'admission n'a pas été décidé dans les conditions légales, c'est-à-dire si les conditions de forme prescrites par la loi (art. 17, al. 3, D. 5 novembre 1927) n'ont pas été observées. Le rôle de la Chambre de Conseil

(1) Commission ministérielle : rapport final.

(2) Comme nous verrons plus loin, le Commissaire du gouvernement a un droit général de *veto* sur toutes les décisions de la Commission de la Bourse.

du Tribunal de Commerce, en cas de recours de l'intéressé, se borne donc à examiner si la décision a été régulièrement prise. Elle ne peut exiger de la Commission une raison pour un refus d'admission, qui est basé sur des motifs touchant à la moralité ou à l'honorabilité commerciale du candidat.

Le contrôle du tribunal est donc semblable à celui que les juridictions égyptiennes exercent actuellement en cas de recours d'un fonctionnaire contre une décision disciplinaire qui le condamne. Si la décision a été régulièrement prise, les tribunaux se refusent à en examiner le bien ou le mal fondé.

En agissant de la sorte, le législateur n'a que consacré une jurisprudence antérieure (1).

Pour être maintenu inscrit le courtier ou l'agent de change doit continuer à remplir les conditions exigées (2), et justifier avoir effectué les versements pour droits d'inscription, cotisations et autres et avoir, s'il est courtier, versé sa participation dans le fonds de garantie. Il est en outre tenu de conserver *liquide*, outre les sommes qu'il doit à des tiers à un titre quelconque, la moitié du capital requis ; cette somme sera considérée liquide si la moitié est en *espèces* et l'autre moitié en *titres de premier ordre* (3) cotés à la Bourse

(1) Trib. Comm. Alexandrie, 10 avril 1922. *G. T. M.* XII, 229, 127.

(2) Appel Alexandrie, 25 mai 1915. *G. T. M.* V., 387, 153. (Affaire de Hoir D. G. Xondis contre la Banque d'Athènes.)

Cet arrêt décide que l'accord intervenu entre une agence de Bourse et une Banque, et selon lequel, le capital exigé par le règlement de la Bourse, étant constitué par un crédit ouvert par la Banque, cette dernière a stipulé de le retirer à sa guise, n'est pas opposable aux tiers qui ont traité de bonne foi avec l'agence.

(3) Pour les titres à considérer comme étant de premier ordre, la question est laissée à l'appréciation de la Commission de la Bourse.

d'Alexandrie ou du Caire et aisément réalisables. (Art. 20, D. 5 novembre 1927.)

*
* *

Maintenant, quelques observations sur le *stage* et le *capital* exigés s'imposent.

La Commission de la Bourse d'Alexandrie, « a constaté que le plus grand nombre de défaillances sont constatées parmi les courtiers nouvellement inscrits (1) ». Ce fait, on peut l'attribuer à l'inexpérience des personnes qui entrent à la Bourse, sans rien connaître des affaires et de sa pratique. Et comme les nouvelles agences de courtage ont toujours, dès le début, un grand mouvement d'affaires, et sont plus exposées au danger dès qu'une réaction se manifeste, le stage préalable habituant le candidat aux difficultés de la profession, lui révélant les dangers d'un optimisme exagéré, constitue par ainsi une garantie.

D'ailleurs on a constaté l'affluence des demandes d'inscription en temps de spéculation à outrance (2), et la nécessité du stage préalable approprié aura pour effet de l'empêcher.

Au surplus, la Commission qui statuera sur l'admission aura la possibilité de connaître de près le candidat, d'apprécier sa moralité et sa façon de travailler.

A propos du sens à attribuer au stage exigé par les règlements, certaines interprétations doivent être examinées :

V. Commission ministérielle, séance du 20 décembre 1926, procès-verbal n° 3.

(1) V. l'exposé des motifs précités.

(2) *Ibid.*

Suffit-il d'avoir été un employé quelconque dans une agence du courtage (copiste, téléphoniste, etc.) pour être admis comme agent de change ? Ce stage vaut-il, s'il est accompli par tranches dont l'addition finit par faire la durée voulue ? L'emploi auprès d'un établissement quelconque dénommé « banque » répond-il au vœu du législateur ?

Pour le mot « employé » tout d'abord, il faut entendre un employé supérieur et responsable, au moins fondé de pouvoirs ; l'intention du législateur n'est pas de rendre la condition du stage illusoire, en permettant à un employé subalterne de se faire inscrire comme agent de change. Le nouveau règlement des Bourses de marchandises est dans ce sens (art. 15).

Quant à la durée du stage, il est clair qu'un stage éparpillé sur un temps considérable, et remontant à plusieurs années, ne pouvait répondre au vœu du législateur ; c'est une durée consécutive et pas trop éloignée de la demande d'inscription qu'il faut exiger, afin d'empêcher même l'affluence des demandes de candidatures dans une période d'agitation spéculative.

Il nous reste à préciser ce qu'il faut entendre par « banquier ». C'est, en effet, un titre vague et élastique que n'importe quel agent d'affaires peut s'octroyer. Les enseignes de banquiers couvrent les portes des grands immeubles au Caire et à Alexandrie : y aurait-il autant de banquiers susceptibles de fournir à la Bourse des candidats ?

La question fut posée à la Commission de la Bourse des valeurs du Caire. « Par banquier, a-t-elle dit, il faut entendre les banques et banquiers remplissant les conditions prévues par le paragraphe 2 de l'article 8 du règlement intérieur (ce

sont les banques constituées par actions et possédant un capital minimum de L. E. 150.000 et les banques privées faisant des avances sur titres et ayant un capital minimum de L. E. 50.000) (1) qui peuvent mettre à même l'employé qui a fait son stage chez le banquier ou le banquier lui-même d'acquérir l'expérience nécessaire pour exercer la profession d'agent de change de façon à agir, pour compte de ses clients, sans danger pour eux et pour toute la Bourse en général » (2).

Enfin, pour éviter les certificats de complaisance en matière de stage, il serait utile d'obliger les candidats courtiers, qui veulent accomplir leur stage comme intéressés actifs ou fondés de pouvoirs d'un courtier, et les candidats remisiers ou commis principaux, à une inscription préalable à la Commission de la Bourse (3).

Quel serait le capital exigible d'un courtier ou agent de change ?

Comme il est impossible d'établir d'une façon mathématique la proportion entre le capital nécessaire et les moyens de production d'un courtier, il en résulte que le capital doit être proportionné aux engagements qu'il prendrait. C'est à lui seul donc de mesurer ses forces, pour éviter le résultat des affaires hasardeuses. Le capital, si important

(1) Le projet actuel du règlement des Bourses de valeurs adopte cette interprétation.

(2) Le candidat évincé, en raison de cette interprétation du règlement, s'était pourvu devant la Chambre du Conseil du Tribunal de Commerce du Caire qui a confirmé la décision de la Commission par un jugement du 16 mai 1925. *J. T.*, n° 360, IV, p. 3.

(3) Les candidats courtiers qui accomplissent leur stage comme jobbers ou remisiers, et les jobbers qui l'accomplissent comme commis principaux ou remisiers, sont inscrits d'avance en cette qualité.

qu'il soit, n'est pas toujours la planche insubmersible du salut.

En fait, la nécessité du capital ne se fait sentir pour le courtier que lorsque celui-ci consent des crédits à sa clientèle, car s'il a soin de demander des marges ou des garanties préalables, s'il a soin de guider judicieusement sa clientèle, il arrivera rarement à se trouver en présence de difficultés sérieuses.

Tous ceux qui suivent de très près les affaires sur notre marché apprennent que les agences dont le capital représente le minimum requis sont celles qui nous inspirent le moins d'inquiétude ; par contre, les fortes agences qui sont obligées d'entreprendre de gros chiffres d'affaires et de maintenir d'énormes positions, ce sont justement celles qui nous donnent « le plus de fil à retordre, de craintes et de soucis (1) ».

En effet, pendant les périodes de la spéculation à outrance sur le coton, notamment celle de 1920, ce sont les agences à gros capital qui ont été affectées.

Ceci démontre que ce n'est pas le gros capital qui répond aux nécessités de la solidité du marché, mais l'expérience et la sagesse du courtier.

Il est facile de comprendre que le courtier expérimenté et sage, dont toute la fortune personnelle, quel que soit le capital qu'il a affecté pour le service de son agence, répond des engagements, aura soin de tenir la bride à sa clientèle, demandera des couvertures, soit avant, soit au fur et à mesure des liquidations. Ayant un petit capital à rémunérer,

(1) CARAMANO. *Op. cit.*, p. 16.

il se contentera des bénéfices assez importants qu'il s'assure en travaillant sagement.

Lorsqu'on a, au contraire, un gros capital à rémunérer, il est évident que l'on est tenté d'élargir le champ de son action. Comptant sur l'importance de son capital, le courtier évitera de faire pression sur sa clientèle pour forcer les versements.

Pour attirer la clientèle, il fera des crédits qui, d'un côté, poussent à la spéculation, et, de l'autre, exposent le courtier à se trouver engagé dans des affaires qui dépassent ses disponibilités et de jeter ainsi le trouble sur le marché.

Le législateur, en permettant aux courtiers d'avoir à l'intérieur du pays, des succursales ou sous-agences, chargées de renseigner les clients de l'intérieur et de recevoir et transmettre leurs ordres à leur agence principale, a adopté le système du *capital mobile* en ce sens que les courtiers doivent justifier qu'ils possèdent, en plus du capital requis, L. E. 2.000 par succursale ou sous-agence. (D. 5 novembre 1927, art. 19.)

Comme les Sociétés, à l'exception des Sociétés anonymes ou à responsabilité limitée, pourront être admises comme agences de courtage (D. 8 novembre 1919, art. 2, al. 7) — D. 5 novembre 1927, art. 18), le lendemain de l'application du règlement du 8 novembre 1909 (1), dès que furent ouverts les registres pour l'inscription des courtiers, une question d'interprétation se posa : le capital exigé pour les agences constituées sous forme de Sociétés en commandite ou en

(1) Il n'est pas inutile de rappeler que ce règlement est à l'heure actuelle encore valable pour les Bourses des valeurs.

nom collectif (1) serait-il simple ou multiplié par le nombre d'associés en nom? Le Gouvernement adopta la dernière interprétation : son but avait été d'écarter de la corbeille les courtiers marrons exclus en ce temps-là ; on pouvait craindre que les exclus, en se réunissant, n'arrivassent à se grouper sous une forme de Société munie d'un capital suffisant pour forcer l'entrée de la Bourse (2).

Les courtiers combattaient cette interprétation. Ils soutenaient (3) que les agences sous forme collective méritent d'être encouragées parce qu'elles sont plus aptes que toute autre organisation au travail favorable, à sa bonne exécution. Il n'y a pas de raison pour que l'importance du capital soit proportionnelle au nombre des associés, car le risque ne croît pas avec ce nombre, tandis que, au contraire, s'accroissent les garanties résultant de la responsabilité solidaire ; et c'est un argument douteux « car une agence, — dit M. le Professeur Chéron, — composée de cinq courtiers, traitera sans doute plus d'affaires que l'agence individuelle : les responsabilités seraient plus importantes, et les garanties pratiquement ne seront guère plus grandes si les cinq courtiers réunis ne forment pas un capital plus considérable que celui qui est exigé d'un courtier isolé ».

Comme les courtiers menaçaient de boycotter la loi, le Gouvernement appliqua le système du *capital mobile*, en ce sens que « si deux ou plusieurs courtiers établissent qu'ils font partie, en qualité d'associés solidairement respon-

(1) A cette époque, à Alexandrie, sur 73 agences de marchandises, 50 étaient dans ce sens et sur 79 agences de valeurs, on en comptait 54 ainsi organisées.

(2) Nous avons déjà relaté leur tentative pour former une coulisse.

(3) V. CHÉRON. *Op. cit.*

sables, d'une Société en nom collectif, ou en commandite, il suffira qu'ils justifient d'un capital social égal au capital requis pour l'inscription d'un seul courtier majoré de L. E. 1.000 ». (Art. 2, al. 7, modifié par D. 25 avril 1910.)

Or, comme les raisons qui ont abouti à l'adoption du système de *capital mobile* — à savoir les courtiers marrons sans surface qui ont été nombreux lors de l'ouverture officielle des Bourses — sont disparues, le nouveau règlement des Bourses des marchandises n'exige de l'agence, constituée en Société, d'autre condition nécessaire pour l'admission, que la justification d'un seul capital comme les agences individuelles (1). (D. 5 novembre 1917, art. 18, al. 2.)

Le règlement exige, comme nous l'avons montré, que le candidat justifie d'un capital. Cette exigence cadre-t-elle avec le cas où un candidat dispose de ce capital, mais dont tout ou partie lui est apporté en commandite par un tiers ?

Cette habitude est très répandue, spécialement à Alexandrie. Les maisons de commerce font inscrire leurs employés comme courtiers à la Bourse et, par ce moyen détourné de ne pas payer le courtage, elles reprennent d'une main ce qu'elles payent de l'autre (2). Or, un spéculateur devient l'associé d'un soi-disant courtier et fait des opérations de Bourse par son entremise. En général, le partage des bénéfices se fait à raison de 60 % pour le courtier et de 40 % pour le commanditaire.

Cette pratique répandue est nuisible au marché. Le courtier ainsi commandité, et qui se trouve de ce fait dans un

(1) L'ancien règlement des marchandises, de 1916, adopta ce système (D. 25 juillet 1916, art. 12, al. 2).

(2) Il y a à Alexandrie deux agences de ce genre.

certain état de dépendance vis-à-vis de ses commanditaires, est enclin, dans l'exécution des ordres, à favoriser la maison qui l'a commandité en lui donnant la meilleure exécution, et cela au détriment de ses autres clients. Un courtier ayant, par exemple, à exécuter des ordres d'achat à l'ouverture, soit 1.000 cantars pour son commanditaire et 1.000 autres pour un de ses clients, effectue ses achats à 25.25 et 25.30. Il sera naturellement porté à attribuer la première opération à son commanditaire.

D'autre part, il peut se faire qu'il mette ce dernier au courant des affaires intérieures de l'agence, qu'il donne des renseignements sur les opérations de ses autres clients (1).

Mais ne voit-on dans la disposition de l'art. 14, al. 5 (D. 5 novembre 1927), qui interdit au courtier « *d'être associé ou employé salarié ou autrement rétribué d'une maison de commerce ou de banque* », une solution tranchante qui condamne légalement cette pratique ?

D'ailleurs la question fut soumise à la Commission de la Bourse des valeurs du Caire qui s'était prononcée en faveur de l'interdiction (2). Le règlement lui permet de se rendre compte à tout moment, par expertise, de l'existence du capital exigé ; cela signifie clairement que l'esprit du règlement est que l'agent de change possède en propre le capital fixé et non pas par des moyens détournés qui ne répondent pas à la garantie envisagée (3).

(1) Au sein de la Commission ministérielle, des discussions s'engagèrent à ce sujet ; elles n'ont abouti à rien. V. Procès-verbaux des 7^e, 14^e et 17^e réunions (4 et 25 janvier et 14 mars 1927.)

(2) Voir *Journal des Tribunaux Mixtes d'Egypte*, n° 360, 4^e année, 10 et 11 juillet 1925.

(3) C'est ainsi qu'a opiné le Conseiller Royal au Ministère des Finances, voir G. T. M., *op. cit.*

Le capital fixé ne constitue donc pas seulement une garantie. « *Ce ne sont pas, remarque la Commission de la Bourse des valeurs du Caire, les intérêts des clients qui sont seuls en jeu, mais ceux de toute la Bourse en général et, par conséquent, d'une importante partie des finances du pays.* »

§ 3. — LES CORPORATIONS DES COURTIERST
ET DES AGENTS DE CHANGE.

Les courtiers et les agents de change des places du Caire et d'Alexandrie sont réunis en corporations.

Ces corporations sont régies, en plus de leurs statuts, par la loi et le règlement des Bourses, dont toutes les dispositions sont considérées comme faisant partie intégrante des statuts (1).

Les corporations ont « pour but général de protéger et défendre les intérêts tant collectifs qu'individuels » des courtiers ou agents de change. « D'assurer les services qui peuvent être nécessaires ou utiles au fonctionnement de la Bourse. D'assurer, par une réglementation supplémentaire simple et uniforme et dont les intéressés ne pourront alléguer l'ignorance, la régularité de ces opérations et la sécurité du marché. De déterminer les droits et devoirs des courtiers ou agents de change dans leurs rapports collectifs. De prévenir autant que possible et d'aplanir les difficultés auxquelles pourraient donner lieu la conclusion de ce genre

(1) V. art. 2 : statuts de la Corporation des courtiers en marchandises d'Alexandrie, de la Corporation des agents de change d'Alexandrie et du Syndicat des agents de change du Caire.

d'affaires et leur exécution. D'étudier toutes les questions d'intérêt général concernant la Bourse (1). »

Pour faire partie de la corporation il faut :

1^o Être inscrit à la Bourse dont la corporation dépend.

2^o Payer une cotisation annuelle à la corporation (2).

3^o Accepter de se soumettre à toutes les stipulations de statuts.

4^o Adresser au Comité de la corporation une demande écrite (3).

SECTION II

LES AUXILIAIRES.

Le courtier pourra s'adjoindre dix auxiliaires dont deux commis principaux, cinq remisiers et trois jobbers (4) (art. 3, Règ. int.). Ces auxiliaires, sauf les remisiers, ont accès à la corbeille (art. 35, D. 5 novembre 1927).

L'agent de change pourra s'adjoindre, au minimum, quatre commis principaux ayant pouvoir d'opérer, c'est-à-dire de donner des arrêts (*sta bene*), et six commis principaux qui n'ont pas cette autorisation (5). (Art. 12, D. 8 novembre 1909,

(1) Art. 3.

(2) P. T. 200 au Caire et P. T. 500 à Alexandrie.

(3) V. art. 4.

(4) M. CARAMANO (*op. cit.*, p. 30) propose l'augmentation du capital exigé du courtier, au prorata du nombre de ces auxiliaires. Il trouve dans cette proposition une barrière qui ralentira le recrutement effréné de ceux-ci.

Nous trouvons plus sûr le système de fixer une limite maximum pour le nombre des auxiliaires.

(5) Dans le nouveau projet du règlement des Bourses des valeurs, on envisage l'établissement de ces derniers en remisiers.

modifié par D. 25 avril 1910 et D. 27 mars 1912 — art. 2, Règ. int.) Comme la corbeille de la Bourse des valeurs se subdivise en corbeille extérieure et intérieure, les commis principaux qui n'ont pas le pouvoir d'opérer n'ont accès qu'à la première (1) (art. 1, Règ. int.).

Les commis principaux, ou teneurs de carnet, sont des employés salariés, attachés à un courtier et chargés de l'assister dans l'exécution des ordres à la corbeille. Ils ne peuvent agir qu'au nom, pour compte et sous la responsabilité du courtier (art. 37, D. 5 novembre 1927).

Les remisiers sont des intermédiaires entre les clients et les courtiers : ils recueillent les ordres des clients et les transmettent au courtier auprès duquel ils sont attachés. Ils ont droit de la part du courtier à une commission appelée *remise* — d'où leur nom de remisier — qui ne peut excéder le 50 % du courtage dû au courtier par le client.

Les jobbers sont attachés également à un courtier. Ils opèrent directement à la corbeille en son nom et sous sa responsabilité, mais pour leur compte personnel (art. 29, D. 5 novembre 1926).

Après cette courte revue nécessaire de certaines dispositions, nous allons entreprendre l'étude analytique de la situation de ces auxiliaires, tant au point de vue de fait qu'à celui de droit.

(1) Il est bon de rappeler ici que les trois Bourses existant en Égypte, à savoir, les deux Bourses des valeurs du Caire et d'Alexandrie, et celle des marchandises d'Alexandrie, sont toutes munies de *parquets* (corbeilles).

§ 1. — COMMIS PRINCIPAUX ET REMISIERS.

Le règlement général des Bourses de 1909 (qui est encore valable pour les Bourses des valeurs) ignore complètement les remisiers (1). Déjà en 1916, la question avait fait l'objet d'un examen approfondi de la part de la Commission d'Études chargée alors de la préparation du règlement général des Bourses des marchandises. Cette Commission, constatant que les remisiers se sont glissés *en fait* sous l'étiquette de commis principaux, avait proposé leur suppression. Ainsi, le règlement de 1916 les ignorait (2).

Les dispositions formelles de la loi ont été apparemment appliquées, mais en fait, elles ont été détournées et aucune sanction n'a été appliquée.

La même personne, qui est commis principal *de nom*, cumulait deux fonctions qui, dans une bonne organisation de la Bourse, devraient rester en tout cas complètement distinctes. Le *commis principal* assiste le courtier dans l'exécution des ordres à la corbeille ; c'est un mandataire salarié

(1) Les remisiers sont les derniers vestiges, de la spéculation à outrance qui a abouti à la crise mémorable de 1907. V. *supra*, p. 113 et s.

(2) L'article 25 de l'ancien règlement général de 1916 stipulait que : « Toute remise, participation, courtage ou rétribution donnée par le courtier à toute personne attachée ou non à son service, en proportion des affaires qu'elle lui aura procurées, est formellement interdite sous quelque forme qu'elle soit consentie ou dissimulée. »

L'article 7 de l'ancien règlement intérieur stipulait aussi qu'« Il est formellement interdit aux courtiers d'accorder une remise, commission, bonification ou pourcentage quelconque à quelque personne que ce soit, employé ou autre, à raison d'une ou plusieurs affaires apportées ou recherchées ».

auquel une rémunération fixe est attribuée (1). *Le remisier* est un simple intermédiaire entre le client et le courtier, qui n'a pas qualité pour procéder lui-même à l'exécution des ordres à la corbeille et qui est rémunéré par une part du courtage sur les opérations faites par son entremise.

Mais le commis principal agissait comme remisier, exécutait lui-même les ordres qu'il apportait au courtier ; de sorte que cette pratique a eu la conséquence de permettre à un intermédiaire d'opérer directement en Bourse avec l'avantage de toucher un demi-courtage, alors qu'il n'a aucune des charges et des responsabilités qui incombent au courtier.

D'ailleurs, dans les registres des courtiers, aucune preuve de cette irrégularité ne figurait. Il y avait apparemment une formule de contrat avec date certaine comportant une rémunération fixe pour une année ; en réalité, ils ont été payés proportionnellement.

Cette pratique était tellement enracinée que les gros clients trouvaient très commode de recevoir chaque jour la visite du remisier qui se chargeait de *transmettre* et de *surveiller* l'exécution des ordres de Bourse (2).

(1) Les appointements varient sur la place d'Alexandrie entre L. E. 15 et L. E. 40 par mois.

(2) « C'est le seul point de vue pratique qu'il faut envisager, — disait le Président de la Commission de la Bourse d'Alexandrie devant la Commission ministérielle. — Si moi, courtier, je veux avoir le même nombre de clients que j'ai actuellement, il me faut absolument des remisiers pour aller chez les clients recevoir leurs ordres. C'est une question de commodité ; c'est l'usage, mais de nécessité légale, il n'y en a pas. L'usage est que le négociant qui est à Minet El-Bassal en train d'examiner les échantillons de coton, passe ses ordres aux remisiers qui sont également à Minet El-Bassal, de 11 heures à 1 heure, et qui communiquent ces ordres par téléphone directement au courtier qui se trouve à la corbeille. Le client ne se dérange pas et le courtier est assuré des ordres de son client. » Procès-verbal du 24 janvier 1927.

En plus, les négociants, trouvant leurs intérêts conservés en consultant des remisiers sur l'opportunité d'une opération — car les courtiers exécutent les ordres de leurs clients tels qu'ils sont, sans se soucier s'ils sont favorables ou non, — imposaient ces remisiers aux courtiers et ceux-ci, pour ne pas perdre une affaire, étaient obligés de les accepter.

En 1927, on trouve que 99 % de courtiers emploient des remisiers par ces moyens détournés et que 75 % des affaires se font par leur entremise (1).

On s'attendait donc, lors de l'élaboration du nouveau règlement, à ce qu'il apporterait des sanctions efficaces contre une situation illégalement créée. Mais les courtiers invoquaient, pour la reconnaissance légale des remisiers, le fait que « *la pratique a établi qu'on ne peut se passer d'eux* » et « qu'au lieu de les ignorer et de les laisser vivre en marge et dans l'illégalité, la Commission de la Bourse a estimé devoir les reconnaître et entourer leur nomination de toutes les garanties possibles (2) ».

Mais, est-ce parce qu'un état de chose existe qu'il faut lui donner une consécration légale et par là reconnaître son utilité ? L'intérêt général du pays diffère de l'intérêt particulier des courtiers. Ceux-ci font tout leur possible pour étendre leurs opérations ; ils sont donc tenus d'avoir recours aux remisiers pour leur *racoler* des clients et leur servir de *rabatteurs*. Tandis qu'il est dans l'intérêt général du pays de restreindre, autant que possible, la spéculation aux seules personnes pouvant en supporter les conséquences.

Il ne faut pas perdre de vue aussi que les remisiers peuvent

(1) Commission ministérielle, procès-verbal du 14 mars 1927.

(2) V. *l'exposé des motifs précités*, p. 9.

servir à exciter la spéculation dans les époques d'effervescence (1). C'est pourquoi le premier règlement boursier de 1909 et le règlement de 1916 ignoraient totalement ce régime et même le proscrivaient.

La Commission ministérielle se montra d'abord très hostile au rétablissement légal des remisiers (2). Mais devant l'insistance des courtiers (3) et l'impossibilité reconnue d'arriver à une stricte observation des dispositions du règlement de 1916, elle a suggéré « *de réglementer d'une manière aussi précise que possible la mission du remisier* » et de lui « *interdire l'accès de la corbeille* » (4).

Ainsi le nouveau règlement reconnaît le remisier comme intermédiaire — tout à fait distinct du commis principal — qui bénéficie d'une remise ne pouvant excéder le 50 % du courtage (5) ; mais il est responsable vis-à-vis du courtier,

(1) Comme fut l'année 1919-1920.

(2) V. les procès-verbaux des 1^{re}, 4^e, 6^e, 12^e, 13^e et 17^e réunions des 14 et 27 décembre 1926, 3 et 24 janvier, et 14 mars 1927.

(3) V. le procès-verbal de la 17^e réunion.

(4) « La Commission de la Bourse se plaint de l'encombrement de la corbeille : si l'accès de celle-ci est restreint aux courtiers, jobbers, commis principaux véritables, l'encombrement dont elle se plaint disparaîtra dans une mesure appréciable. » — Rapport final de la Commission.

(5) A la Commission ministérielle, M. le Conseiller Royal Wathelet a proposé de leur donner une rémunération fixe, mais M. Klat, Président de la Commission de la Bourse d'Alexandrie, objectait que cela constituerait une lourde charge pour le courtier, sans compter qu'il est à craindre que, dans ces conditions, le zèle du remisier ne se relâche. Ce qui stimule le remisier, c'est le pourcentage payé au fur et à mesure.

Il est bon de rappeler ici qu'à la Bourse des valeurs de Paris, dans certains cas, le remisier est attaché à une maison qui lui sert des appointements fixes, mais ce cas est assez rare.

au prorata de cette remise, pour toute opération faite par son entremise.

Pour pouvoir être inscrit comme remisier ou commis principal, il faut certaines conditions : d'âge (vingt-cinq ans), de stage (deux ans au moins comme employé dans une agence de Bourse, une banque ou une maison de commerce), de résidence en Égypte (depuis deux ans au moins). Mais ni un capital, ni un cautionnement ne sont exigés (1).

§ 2. — JOBBERS.

Les *jobbers* sont attachés à un courtier ; ils opèrent directement à la corbeille en son nom et sous sa responsabilité, *mais pour leur compte personnel seulement*. Il leur est interdit de servir de contre-parties à l'agence auprès de laquelle ils sont attachés (sous peine de suspension tant du jobber que du courtier pour la première infraction et de radiation pour la suivante. Rég. gén., art. 30).

Ils sont un élément généralement reconnu comme nécessaire et utile au marché. Leurs opérations rendent les affaires plus actives et donnent ainsi de la souplesse et de l'élasticité au marché en l'élargissant.

(1) Primitivement, on a proposé l'existence d'un certain capital (L. E. 250), mais on a trouvé que cette somme est assez minime pour couvrir la responsabilité du remisier ; encore c'est au courtier de prendre ses précautions et de s'assurer que les clients amenés par le remisier ne lui feront pas courir des risques.

Aussi, on a proposé un cautionnement ; mais comme il est institué dans l'intérêt des courtiers (ils sont responsables des opérations de leurs auxiliaires, art. 43, D. 5 novembre 1927), et du moment qu'ils n'insistaient pas pour l'exiger, la Commission passa outre. Procès-verbal de la 19^e réunion, 16 avril 1927.

Leurs achats et ventes spéculatives atténuent les brusques variations des cours et maintiennent un marché stable. Ils sont toujours prêts à acheter (même pendant une panique) et à vendre. Ce sont eux qui absorbent le surplus des quantités offertes quand le public veut vendre ; ils sont la *contre-partie* quand il n'y a pas d'ordres des clients.

Par contre, quand on veut toujours chercher un bouc émissaire pour se justifier des difficultés de la place, on pense aux jobbers. Ils ont alors ce qu'on appelle une mauvaise presse. C'est vrai, dans une certaine mesure, quand ils se transforment en un élément turbulent, en véritables agioteurs spéculant ainsi sur des quantités considérables et ne liquidant pas leurs opérations à bref délai (1).

Mais toutes les fois que les jobbers ont été suspendus provisoirement ou empêchés d'opérer, le marché s'en est ressenti. On a constaté un vide ou, pour mieux dire, l'absence de *trait d'union*, il en est résulté de gros écarts entre les transactions à la Bourse, et on fut obligé de les autoriser à travailler de nouveau.

Les jobbers jouissent actuellement d'un courtage extrêmement réduit : 0.020 % pour une transaction complète ouverte et clôturée dans un seul et même jour ; et 0,010 % lorsque la position est liquidée au plus tard le second jour ouvrable suivant celui où l'opération a été conclue.

Il leur est interdit de servir de contre-partie à l'agence à laquelle ils sont attachés ; et pour ne pas empiéter sur les

(1) Dernièrement il y eut une campagne contre eux dans la presse à cause de leur tendance agioteuse sur les places du Caire et d'Alexandrie au mois de décembre dernier. V. *Journal Al-Mokattam*, 19 décembre 1929.

attributions des courtiers, ils ne peuvent exécuter d'ordres en Bourse pour le compte de tiers, y compris les courtiers (art. 30, Règ. gén.).

Pour renfermer les jobbers dans leurs fonctions propres et les empêcher de devenir un élément turbulent sur le marché, la loi décide que :

1^o Le jobber doit nécessairement clôturer ses opérations au plus tard le second jour ouvrable suivant celui où l'opération a été conclue. S'il ne les clôture pas dans ce délai, elles doivent être clôturées d'office par les soins de son courtier. En cas de refus de la part du jobber, le courtier doit saisir immédiatement la Commission de la Bourse qui procède à la liquidation.

La sanction contre le jobber qui refuse de laisser procéder à la liquidation, ou le courtier qui ne saisit pas la Commission est la suspension pour la première infraction et la radiation pour la suivante (1). (Art. 31, D. 5 novembre 1927.)

2^o Il est interdit au courtier, sous peine de radiation d'ouvrir dans sa comptabilité plus d'un compte à chacun de ses jobbers. La multiplicité des comptes rend le contrôle très difficile et permet de dissimuler des opérations pour le compte de tiers.

Cette obligation barre le chemin à une pratique courante sur la place d'Alexandrie : les courtiers s'adonnaient à la

(1) Il y avait une proposition de M. Wathelet, tendant à réputer le jobber qui ne liquide pas le lendemain, comme un spéculateur ordinaire et, par contre-coup, ne bénéficie pas de la réduction de droit de courtage. Mais la Commission opta pour la liquidation obligatoire et d'office. Procès-verbal de la 17^e réunion, 14 mars 1927.

spéculation sous le couvert de comptes spéciaux de leurs jobbers (1).

« S'il peut être convenable — dit le rapport de la Commission — d'ouvrir plusieurs comptes d'après la nature des opérations faites (opérations fermes, arbitrages, etc.), il peut être suppléé à cette commodité par des mentions appropriées dans le compte unique à ouvrir. »

Pour être admis, le jobber doit remplir certaines conditions : d'âge (vingt-cinq ans), de stage (deux ans au moins comme commis principal ou remisier), de résidence (en Égypte depuis deux ans au moins), de moralité et de n'avoir pas été déclaré en faillite (sauf réhabilitation). Et comme tous les auxiliaires, ni capital, ni cautionnement ne lui sont exigés.

Le jobber, sur le marché égyptien, a-t-il son équivalent sur le marché anglais ou américain ?

Au Stock Exchange de Londres il y a le *broker*, qui est un véritable courtier, et le jobber ou *dealer* qui est un marchand de titres.

Le broker, reçoit de son client un ordre d'achat ; pour se procurer les titres demandés, il s'adresse au jobber. Ou s'il reçoit un ordre de vente, il offre alors les titres au jobber. Le broker est donc uniquement chargé d'établir la liaison entre les clients d'une part, c'est-à-dire des personnes étrangères au Stock Exchange, et d'autre part, les jobbers : son rôle est limité à une opération de courtage. Par contre, un jobber ne doit jamais être en relations

(1) Les comptes des jobbers ouverts auprès de l'agence à laquelle ils sont attachés s'intitulaient : « compte A », « compte B », « compte C », « compte spécial », « compte d'arbitrage », etc.

directes avec le public. C'est seulement aux brokers qu'il vend et qu'il achète ; il satisfait les demandes des brokers acheteurs et les offres des brokers vendeurs. Et toutes ces opérations, le jobber les fait pour son propre compte. Ainsi, contrairement au broker qui ne doit jamais traiter directement pour son client, avec un autre qu'un jobber, celui-ci est essentiellement un contre-partiste et ne doit aussi jamais traiter directement avec un autre qu'un broker (1).

A la Bourse de New York, à côté des brokers, les dealers sont représentés par les *floor traders*, qui sont des spéculateurs professionnels, qui exécutent leurs propres ordres et échappent ainsi aux courtages avec de petits bénéfices (2).

(1) V. BOUDON. — *La Bourse anglaise*, p. 38 et p. 77 et s.; MESNIL (Henri). — *Étude sur le Stock Exchange de Londres*, lue à la Société de Législation Comparée (séance du 9 mars 1898) et publiée dans le *Bulletin mensuel de la Société*, avril-mai 1898, p. 241 et s., suivie des observations de MM. A. Paisant, Cl. Juglar, R.-G. Lévy, Fleury, Thaller et Eisenmann. COOK (Arthur). — *Les Bourses anglaises. The Stock Exchange of Throgmorton Street* (Congrès International des Valeurs Mobilières, 1900, t. IV). WYNDHAM A. BEWES. — *The Stock Exchange (The Commercial Laws of the World. Great Britain and Ireland, t. I, British Edition)*, p. 312-328.

Malgré qu'il y ait toujours des empiètements de la part des brokers sur les attributions des jobbers et contrairement (V. *The Economist* du 31 mars 1903), on croit à Londres à l'utilité de cette dualité. Mais il y a certains auteurs qui attaquent les jobbers, et d'autres qui attaquent les brokers. AUBRY (W. H. S.), dans son traité sur les *Stock Exchange Investments. The theory, methods, practice, and results*, résume les attaques contre ces derniers en cette formule : « *The broker is a needles but costly luxury* », le broker est un luxe inutile, mais coûteux.

Parfois on compare les jobbers aux coulissiers de la Bourse des valeurs de Paris. Ce parallèle n'est pas complètement faux ; car il ressemble aux coulissiers qui, contrairement aux brokers et aux agents de change, peuvent être contre-partistes ; mais on laisse dans l'ombre le point le plus intéressant de la question : les relations entre brokers et jobbers — V. DECOUDV, *op. cit.*, p. 148).

(2) Dans les opérations normales, il gagne 1/8 de point, c'est-à-dire 12,50 dollars par 100 actions d'une valeur de 10.000 dollars. De cette

Ils n'exécutent pas d'autres ordres que les leurs. Ils ont la faculté de se trouver toujours dans la salle (*on the floor of the board*), d'où leur nom.

Ces « floor traders », par leurs achats et ventes spéculatives, maintiennent la stabilité du marché : ils achètent et vendent les titres avec de petits bénéfices. Si le cours d'un titre est plus élevé qu'il ne convient à l'avis du « floor trader », il en vend, et quand le cours est favorable pour lui, il se couvre. Ainsi, quoique les effets de ses opérations s'annulent, ces prompts achats et ventes atténuent la violence d'une hausse ou d'une baisse. Ces opérations éliminent les inégalités qui peuvent se produire du fait de l'exécution mécanique des ordres par les brokers (1).

Ainsi, si on compare le jobber dans le marché égyptien au dealer du marché anglais ou au floor trader du marché américain, *le parallèle ne sera pas complètement faux*. Ils se ressemblent au point de vue de la stabilité que donnent au marché leurs achats et ventes spéculatives pour leur propre compte.

Mais on ne peut laisser dans l'ombre l'aspect le plus

somme, il faut déduire un dollar qu'il paie à un « *commission broker* » (le broker est appelé ainsi), pour la compensation de ses opérations. En outre, il paie 4 dollars pour chaque vente de 100 actions, comme impôt sur les opérations de Bourse (*The State stamp tax* et *the Federal stamp tax*). Ainsi le « floor trader » a, à chaque opération, 5 dollars de dépenses. Par conséquent, il gagne, à chaque transaction qu'il réussit, 7,50 dollars ; tandis que si l'opération ne réussissait pas, il perdrait 17,50 dollars. V. FREJZON (Jacques), *La Bourse de New-York*, p. 29.

(1) A consulter sur la Bourse de New York, outre les ouvrages précités, le livre de M. J. Edward MEEKER, qui fait autorité en la matière, *The Stock Exchange*. — M. KING, *The New York Exchange*. — Martin HARRISSON, *The New York Exchange*, et H. HENNING, *History of the New York Stock Exchange*.

intéressant de la question : *les relations entre le jobber égyptien et son courtier* : comme il est attaché à l'agence de ce dernier, il peut servir de contre-partie pour tout le monde, mais jamais pour son courtier. Tandis qu'au Stock-Exchange de Londres, comme il est indépendant du broker et n'est pas attaché à une agence de courtage, sa raison d'être est qu'il est toujours contre-partiste et ne peut traiter qu'avec un broker.

CHAPITRE IV

DROITS DES INTERMÉDIAIRES

SECTION PREMIERE

DROITS DE COURTAGE .

Les intermédiaires ont droit à des honoraires ou *courtages*.

La rémunération, ou courtage, des courtiers ou agents de change n'est pas libre. Les règlements fixent un *tarif* (Règlement intérieur de la Bourse des marchandises d'Alexandrie : art. 13. Règlement intérieur de la Bourse des valeurs du Caire et d'Alexandrie : art. 87) pour éviter l'exagération du montant des courtages et, par contre-coup, l'éloignement du public des marchés, ou l'abaissement, par concurrence entre courtiers, pour le racoler (1).

(1) En France, les décrets édictent un montant maximum. Dans les limites du maximum, les Chambres syndicales fixent le courtage afin que les agents de change ne soient pas tentés de se faire concurrence les uns aux autres par abaissement de tarif ; en fait, le courtage fixé par la Chambre syndicale est égal au maximum. Le courtage des agents

Le courtage est dû sur le montant de chaque opération, conformément au tarif suivant :

A) Pour les marchandises :

« Ferme » :

0,25 % dû par le client au courtier à l'achat ;

0,25 % dû par le client au courtier à la vente.

« Report » — soit achat et vente simultanées (affaire liées) :

0,125 % sur le prix d'achat { c'est-à-dire
0,125 % sur le prix de vente { demi-courtage.

Le courtier ne perçoit pas de courtage sur le transfert d'une échéance à une autre, lorsque ce transfert est effectué dans la même journée que la transaction originelle.

« Filière » : -

0,25 % dû par le client au courtier à la livraison et à la réception sur le prix auquel circuleront les ordres de visite.

« Doublé » — acheteur et vendeur :

Lorsque le ferme du ou des doublés est liquidé simultanément, le courtage est de 0,125 % sur le prix d'achat et de 0,125 % sur le prix de vente au moment de l'opération et de 0,125 % à la confirmation.

Au cas où cette prime ne dépasserait pas 6 centièmes de tallari pour les cotons et 2 millièmes pour les graines de coton et les céréales, le courtage est réduit à 0,0625 % à l'achat, à 0,0625 % à la vente et à 0,25 % à la confirmation.

de change a été fixé en dernier lieu par décrets des 10 août 1916 et 25 août 1919, qui l'ont rehaussé à raison des événements de guerre.

Si le ferme du doublé reste en position (ouvert), le courtage entier est dû, soit 0,25 % sur le prix de la vente.

« Simple faculté, soit à la hausse, soit à la baisse » :

Le client payeur et le client encaisseur devront payer au courtier :

0,25 % au moment de l'opération ;

0,25 % au moment de la confirmation.

Au cas où cette prime ne dépasserait pas 10 centièmes de tallari pour les cotons et 3 millièmes pour les graines de coton, le courtage est de 0,125 % au moment de l'opération et de 0,25 % au moment de la confirmation.

« Stellage » :

Le client payeur, ainsi que le client encaisseur de la prime, paieront au courtier 0,25 % de courtage au moment de l'opération et 0,25 % de courtage au moment de la confirmation.

Au cas où cette prime ne dépasserait pas 20 centièmes de tallari pour les cotons et 7 millièmes pour les graines de coton, le courtage sera de 0,125 % au moment de l'opération et de 0,25 % au moment de la confirmation.

« Passage » (1) :

Dans le cas de passage d'un client à un autre, chacun d'eux devra payer 0,25 % de courtage.

(1) Le *passage* est le transfert, pour une raison quelconque, de l'opération ordonnée par le client au compte d'un autre client ; ou le transfert de la même opération auprès d'une autre agence, à fin d'exécution, si le courtier principal a cessé d'agir en qualité d'intermédiaire par suite de la radiation, suspension ou démission ou, d'après la jurisprudence, si le client lui-même ne verse pas la marge nécessaire demandée par son courtier. V. *infra*, p. 245 et Appel Alexandrie, 18 avril 1906, *B. L. J.*, XVIII, 20 et 23 décembre 1908, *B. L. J.*, XXI, 100.

Dans le cas de passage volontaire d'un client à un autre, ledit client devra payer 0,125 % à chacun des courtiers. Mais ce droit restera à la charge exclusive du courtier et le client sera autorisé à le lui réclamer, au cas où le passage a été nécessité par suite de la radiation, suspension ou démission du courtier.

Tout passage comporte toujours la responsabilité de celui qui en donne l'ordre jusqu'à sa bonne fin.

B) Pour les valeurs :

1^o Pour les valeurs se traitant en livres :

Jusqu'à Lst. 0.10 = Lst. 0.0.1 1/2.

Au-dessus de Lst. 0.10 à Lst. 2 = Lst. 0.0.3.

— 2. » — 5 = — 0.0.6.

— 5. » — 10 = — 0.0.9.

— 10. » — 20 = — 0.1.0.

— 20. » 1/4 % sur l'effectif.

2^o Pour les valeurs se traitant en francs (or) :

Jusqu'à Francs 50 = Franc 0.25.

Au-dessus de Francs 50 à Francs 100 = Francs 0.50.

— 100 — 150 = — 0.75.

— 150 — 250 = — 1. ».

— 250 — 500 = — 1.25.

— 500 à 1/4 % sur l'effectif.

Pour les obligations égyptiennes à lots, Franc 1.

3^o Pour les valeurs se traitant sur le chiffre nominal :

1 0/00 sur le nominal pour les valeurs d'État.

1/8 % sur le nominal des obligations égyptiennes.

Pour toutes autres valeurs étrangères à lots 1 franc par titre.*

Ces droits de courtages peuvent être réduits pour certaines personnes dans quelques cas énumérés par la loi. Ainsi :

Les membres adhérents de la Bourse des marchandises bénéficient d'une réduction de 25 % (Règ. int., art. 13) et dans la Bourse des valeurs, les banques admises au bénéfice du retour de courtage (à savoir celles constituées par actions et possédant un capital minimum de L. E. 150.000) ont droit à une réduction de 50 % (Règ. int., art. 8).

Les remisiers bénéficient d'une réduction de 50 % (Règ. int., art. 13).

Les jobbers bénéficient d'une réduction de 98 % lorsque la transaction est ouverte et clôturée dans un seul et même jour. Et de 90 % lorsque la position est liquidée au plus tard le second jour ouvrable suivant celui où l'opération a été conclue (Règ. int. art., 13).

Les courtiers bénéficient, pour les opérations conclues entre eux, d'une réduction de 50 % (Règ. int., art. 15). Tandis qu'entre les agents de change, aucun courtage n'est perçu.

Outre ces cas, aucune majoration ou réduction du courtage « dans aucune hypothèse, ni sous quelque forme que ce soit, directe ou indirecte » n'est permise. Les courtiers ne peuvent accorder aucune « remise, commission, bonification ou pourcentage quelconque à quelque personne que ce soit, employé ou autre, à raison d'une ou plusieurs affaires apportées ou recherchées ». (Règ. int., art. 14.)

Le courtier qui contrevient à ces dispositions est frappé par le Conseil de discipline d'une amende de L. E. 200 à 250 et, en cas de récidive, il est rayé.

La jurisprudence décide que la convention fixant un cour-

tage inférieur à celui imposé par les règlements de la Bourse constitue une contravention à la loi et ne saurait être reconnue en justice (1).

Malheureusement, ce tarif de courtage fixé par la loi est souvent tourné et n'est pas appliqué. En fait, à cause de la concurrence aiguë entre les courtiers, le client qui veut avoir une « ristourne » de courtage peut l'obtenir.

Nous avons vu comment certains négociants commanditent des agences, où les courtiers ne sont que des employés ; ce n'est qu'un moyen de ne pas payer le courtage.

Les courtiers faisaient bénéficier les remisiers, — avant leur reconnaissance officielle par la loi, — sous la couverture de commis principaux, d'une réduction de courtage en dépit de la loi.

Sur la place d'Alexandrie — où la loi est souvent détournée au vu et au su de la Commission de la Bourse — c'est assez rare de trouver des maisons de commerce qui payent le courtage plein. Il est très regrettable que les courtiers ne sentent pas que cette réduction qu'ils accordent est une véritable atteinte aux règles de la solidarité. Le courtage ayant été fixé, il devient obligatoire pour tous et aucune discussion, aucun marchandage ne devront être tolérés.

A vrai dire, il y a des courtiers qui se contentent de n'importe quel courtage. Ces courtiers « *sont pour la plupart partis de très bas* » (2). Ils ont trouvé des personnes pour leur prêter le capital nécessaire et se sont fait inscrire comme

(1) Tribunal de Commerce d'Alexandrie, 31 mars 1913. *G. T. M.*, III, 139, 308.

(2) Ce sont les propres mots de M. Klat, Président de la Commission de la Bourse d'Alexandrie, devant la Commission ministérielle, 12^e réunion du 24 janvier 1927.

courtiers. Le courtage peut figurer dans les livres de ceux-ci à la fin de l'année comme s'élevant, par exemple, à L. E. 8.000 alors qu'en fait, ils n'ont réellement touché peut-être que L. E. 2.000 (1).

Si les courtiers acceptent des courtages réduits, c'est parce qu'ils trouvent le tarif fixé trop élevé. Pour parer à cette illégalité commise par les courtiers, il faut le réduire ; une fois que les droits du courtage sont arrêtés, ce devrait être un point d'honneur pour les courtiers de les observer strictement : les sanctions les plus sévères devraient être appliquées en cas d'infraction (2).

Le courtage, d'après le tarif *ad valorem* ci-indiqué, n'est dû qu'aux courtiers. Or, la jurisprudence décide que la Commission de la Bourse peut y prétendre lorsqu'elle effectue des ventes pour le compte des courtiers (3) ; dans ce cas,

(1) On avait proposé l'établissement d'une *caisse commune* : tout courtier devait y verser la moitié du courtage officiel qui figure dans ses livres. De cette façon, on aurait été certain que la moitié au moins du courtage était effectivement encaissé. Quant au reste, le courtier en aurait eu besoin pour l'entretien et les frais de son agence. Les infractions au point de vue du courtage auraient été beaucoup plus difficiles, d'autant plus qu'il n'était pas dit que la distribution des fonds amassés dans la caisse commune se ferait à la fin de l'année, mais à des périodes plus ou moins longues et par décision de l'Assemblée générale.

Cette proposition prévoyait en outre une prime assez forte à la dénonciation. Les courtiers ont objecté qu'ils ne voulaient pas se faire les « espions » et les dénonciateurs de ceux qui ne font pas leur devoir. Ils sont tous solidaires dans l'illégalité !!

(2) Malheureusement le nouveau règlement de 1927 n'innove rien dans la question. Il reproduit les sanctions déjà prévues par les anciens règlements.

(3) Comme c'est le cas dans la liquidation de la situation d'un courtier défaillant, ou celle du client qui ne réglerait pas les différences provenant de toute liquidation, ordinaire ou extraordinaire par les soins de la Commission (Rég. int., art. 29, 33 et art. 43).

elle remplit le véritable rôle de courtier. Elle le refuse lorsque la Commission exécute un mandat de justice pour la vente des valeurs (1).

SECTION II

COUVERTURE ET EXÉCUTION.

Le courtier, garant des marchés d'après la loi, doit pouvoir *se couvrir* contre le risque de l'insolvabilité de son client. Cela était d'autant plus nécessaire qu'en sa qualité de courtier inscrit, il n'a pas le droit de refuser son intermédiaire aux personnes qui le sollicitent.

Dans les marchés au comptant, le courtier exige l'exécution préalable de l'opération, par la remise entre ses mains, soit des marchandises, soit des titres, soit des fonds.

Dans les marchés à terme, où les livraisons ne se font que plus tard, les courtiers tenus des marchandises, des titres ou des fonds, vis-à-vis de leurs confrères, peuvent d'avance se faire donner par leurs clients, en titres ou en argent, une valeur qui les *couvre* en tout ou en partie de ses engagements.

(1) Car alors l'exercice de son mandat ne peut être rémunéré que par une allocation calculée équitablement d'après le temps employé et les autres circonstances de la cause. Appel Alexandrie, 24 mai 1916. *B. L. J.*, XXVIII, 358; *G. T. M.*, V., 202. Trib. Com. Alex., 15 mars 1912. *G. T. M.*, II., 102 (et note).

Mais le Tribunal civil d'Alexandrie, tout en reconnaissant ce principe, décide dans le deuxième cas que, malgré que la Commission n'aurait pas un droit de courtage d'après le tarif fixé par les règlements boursiers, ce tarif sert légitimement de base à la fixation de sa rémunération. — Arrêt du 14 février 1914, *G. T. M.*, IV, 103 (et note).

La couverture est donc « une remise que le client acheteur ou vendeur à terme fait en titres ou en argent à son intermédiaire, pour que ce dernier puisse s'en servir en vue de satisfaire aux engagements inhérents à l'exécution du marché à terme (1) ». Les valeurs sont généralement de réalisation facile ; à savoir, au porteur ou parfois aussi nominatives, avec une déclaration de transfert toute préparée.

Les courtiers déterminent *librement* le montant de la couverture, dans les limites des prix des marchés confiés à leurs ordres (2). Par là, ils exercent une action sur la spéculation ou sur le découvert, et ils en modèrent les écarts. D'après l'importance des couvertures réclamées, ils mettront un frein à une campagne de hausse ou de baisse (3).

La couverture garantit le courtier lors de la liquidation, « cette marge devant rester libre et intacte en faveur de qui elle aura été consentie jusqu'à la liquidation définitive de toute opération du client qui aura effectué le dépôt en garantie ». (Règ. int., art. 42.)

L'existence de cette couverture n'empêchera pas le courtier de demander une marge, ou un supplément de couverture pour régler la différence provenant de la variation des cours qui surviendraient avant la liquidation définitive.

Mais le courtier n'a pas le droit de demander cette marge en dehors des liquidations ou compensations ordinaires ou extraordinaires.

(1) WAHL. *Op. cit.*, n° 1670.

(2) Appel Alexandrie, 18 avril 1906, *B. L. J.*, XVIII, 200.

(3) M. TEYMOUR. — *La Bourse et le Commerce du Coton*, p. 75 et M. ZOHNI. — *Le Droit Commercial*, p. 371, s'indignent contre cette liberté, quand le courtier, en dépit de la loi, spéculé pour son propre compte sous le nom d'un client et d'accord avec lui.

C'est le Comité de la Cote qui fixe chaque vendredi (un quart d'heure avant la clôture de la séance du matin) le prix de compensation pour chaque échéance cotée : sur ce prix, on procédera à la demande des marges. Si, avant le vendredi, survient un changement de prix s'élevant à 100 points (un tallari) par cantar pour le coton ou de P. T. 5 par ardeb pour les graines de coton, le Comité fixe le prix d'une liquidation extraordinaire (ce prix est fixé une heure après l'ouverture de la séance du matin). Le Comité peut également, en raison des fluctuations, décider des liquidations extraordinaires toutes les fois qu'il l'estimera nécessaire alors même que les écarts sont inférieurs aux chiffres indiqués.

Au cas où le client ne verserait pas la marge après un *simple avis*, par lettre ou dépêche, sans qu'il ait besoin d'aucune mise en demeure ni sommation préalable, le courtier a le droit, à tout moment, de faire liquider sa position par les soins de la Commission de la Bourse (1), ou transférer son compte auprès d'une autre agence (2).

L'exécution en Bourse, faute de versement d'une marge réclamée, en dehors des liquidations réglementaires — ordinaires ou extraordinaires — est irrégulière (3).

La jurisprudence estime que pour le versement de la marge sous menace d'exécution en Bourse, le courtier doit donner à son client « le temps matériellement nécessaire pour obtempérer à ses exigences » ; autrement, il sera responsable (4).

(1) Règlement intérieur (arrêté ministériel 7 décembre 1927), art. 43.

(2) Appel Alexandrie, 18 avril 1906, *B. L. J.*, XVIII, 200 et 23 décembre 1908, *B. L. J.*, XXI, 100. V. *supra*, § 1, p. 250, note 1.

(3) Appel Alexandrie, 20 mai 1914, *B. L. J.*, XXVI, 389.

(4) Appel Alexandrie, 18 avril 1906, *B. L. J.*, XXVII, 200.

Or, le nouveau règlement fixe ce temps pour les liquidations ordinaires « au plus tard le mardi suivant » (Règ. int., art. 38) et pour les liquidations extraordinaires « au plus tard le deuxième jour ouvrable après la date à laquelle la liquidation aura été fixée. » (Règ. int. art. 41.)

Le défaut de liquidation par les soins de la Commission de la Bourse n'est pas une cause de nullité, mais peut seulement donner lieu à une action en dommages-intérêts, s'il résulte que les prix portés pour la liquidation ne sont point conformes à ceux qui se pratiquaient en Bourse au moment où il y était procédé (1).

Le droit de demander une marge supplémentaire n'est pas prescrit par la loi française. Ainsi, un écart dans le cours plus fort que la couverture n'autoriserait pas l'agent de change à réclamer cette marge, ni à exécuter le client *hic* et *nunc* au cas où la marge ne lui serait point fournie (2).

Or, la Cour de Cassation française donne ce droit à l'agent de change (3). La pratique des Bourses des marchandises le donne également (4).

(1) Appel Alexandrie, 10 février 1909, *B. L. J.*, XXI, 195 et 14 avril 1909, *B. L. J.*, XXI, 298.

(2) Voir THALLER et PERCEROU. *Op. cit.*, n° 962.

(3) Cass. Req. 5 février 1900, S., 1901. I, 121 (note Wahl), D., 1900. I, 359 ; Aix, 23 avril 1919 ; D., 10, 2, 345 (note Levillain).

« Ce droit, dit M. le Professeur Wahl (*op. cit.*, n° 1672) est douteux, car non seulement la loi ne l'accorde pas expressément à l'agent de change, mais l'article 65 du décret de 1890 porte qu'à l'échéance, il est procédé à la liquidation ; par conséquent, il ne peut y avoir d'exécution avant l'échéance ; l'article 69 même, en autorisant l'exécution à l'échéance, l'interdit implicitement avant l'échéance. L'agent de change peut se reprocher d'avoir été imprudent en n'exigeant pas, lors de l'ordre, une couverture suffisante. »

(4) THALLER et PERCEROU. *Op. cit.*

Cette couverture, que le règlement qualifie par *dépôt en garantie* (Règ. int., 1^{er} art. 42), constitue un *gage* ou *nantissement*, qui répond de la parole du client.

D'ailleurs, la loi n'indique pas des formes spéciales pour sa réalisation. D'où il résulte qu'elle est soumise aux formes générales de la réalisation du gage (art. 84/78 C. Com.) à savoir : trois jours, outre le délai de distance, après une sommation faite par acte d'huissier, le courtier peut obtenir, sur une simple requête au juge de service, l'autorisation de vendre aux enchères publiques, tout ou partie des objets donnés en gage.

La nature juridique de la couverture est très discutée en France (1) :

La jurisprudence estime que la couverture forme, dans les rapports du client et de son agent, un *paiement anticipé* de l'opération, ou, s'il s'agit d'une couverture en valeurs une *dation en paiement anticipé* (2).

Un décret de 1890 a confirmé ce point de vue, pour déterminer les formes moyennant lesquelles la couverture peut être réalisée. Ainsi, les formes de la réalisation du gage (art. 93 C. Com. fr.) ne sont pas requises. Lorsque la couverture consiste dans des valeurs, l'agent de change peut les aliéner d'office et s'en appliquer le prix, faute de livraison ou de paiement à l'échéance par le donneur d'ordre (D. 1890, art. 61, al. 2). Si le droit de l'agent sur la couverture est vraiment un gage, on conviendra que l'exécution en est régulièrement facilitée.

(1) V. LACOUR et BOUTRON. *Op. cit.*, t. II, n° 1575, THALLER et PERCEROU. *Op. cit.*, n° 963 et WAHL. *Op. cit.*, n° 1673.

(2) Paris, 11 décembre 1924, *Gazette des Tribunaux*, n° du 24 mai 1925

M. le Professeur Wahl voit que la couverture ne peut être un *paiement anticipé* que si elle consiste *en monnaie ou en valeur librement négociable* (des effets de commerce ou des valeurs mobilières) (1). « La Cour de cassation, dit-il (2), a même paru décider que la couverture, pour être valable doit consister en espèces ou en valeurs faciles à réaliser (24 juin 1891, S., 91.I.333, D., 99.I.185) ; mais elle a sans doute voulu dire simplement que, dans le cas contraire, la couverture ne peut être considérée comme un paiement anticipé. »

L'usage de la couverture se combine toujours avec la pratique de *l'exécution en Bourse* : lorsque, à l'échéance, le client n'a pas remis à son courtier ou agent de change, soit les marchandises, soit les titres (avec la déclaration ou l'acceptation de transfert s'il y a lieu), soit les fonds, ce dernier peut simplement exécuter le client, c'est-à-dire revendre au comptant les marchandises ou les titres qu'il avait achetés pour son client ou acheter pour celui-ci les marchandises ou les titres qu'il doit livrer à son confrère. La perte qu'il peut éprouver de ce chef est à la charge du client (3).

L'agent de change ou courtier n'a pas le droit d'exécuter son client en achetant ou vendant à son risque tant qu'il ne l'a pas mis en demeure. D'après la règle générale de

(1) On a refusé ce caractère aux récépissés des titres déposés en banque, pour une conversion. Cass. civ. 24 juin 1891, S., 99, I, 333, D., 99, I, 185.

(2) *Op. cit.*, n° 1674.

(3) Bien entendu, l'intermédiaire aliène les valeurs données en couverture d'après les règles communes de la réalisation du gage et s'en applique le prix.

l'article 178/120 du Code civil, c'est là, sauf convention contraire, une condition préalable essentielle pour qu'un créancier puisse se plaindre de l'inaccomplissement d'une obligation par son débiteur.

Tout autre est le système français qui déroge au droit commun et dispense l'agent de change d'accomplir les formalités relatives à la vente du gage (art. 93 C. Com. fr.). Le décret du 7 octobre 1890 (art. 59) reconnaît le droit d'exécution dans le marché au comptant, trois jours après l'envoi d'un avis par lettre recommandée. Pour le marché à terme, l'exécution aura lieu sans mise en demeure préalable (art. 69) (1).

(1) On a expliqué cette différence par des considérations spéciales. Le donneur d'ordres à terme est plus au courant des usages de la Bourse que celui au comptant ; ou bien que le premier a, pour se procurer le moyen de s'exécuter, tout le temps qui s'écoule entre le moment du contret et celui de l'échéance.

CHAPITRE V

OBLIGATIONS DES INTERMÉDIAIRES

SECTION PREMIERE

DOCUMENTS A TENIR.

Comme tout commerçant, le courtier tient des livres, à savoir : le livre-journal, le livre de copies de lettres et le livre d'inventaires (art. 11/13/12/14 C. Com.).

L'article 75/69 du Code de commerce, qui fait l'application de cette exigence aux agents de change et courtiers, en les obligeant à tenir un livre-journal (1), a l'inconvénient de pouvoir faire croire faussement que ces commerçants ne sont pas obligés de tenir d'autres livres.

(1) Art. 75/69, al. 1, C. Com.: « Les courtiers seront tenus, immédiatement après chaque opération, de la noter sur leur carnet et de la consigner jour par jour dans leur livre-journal, sans blancs, ratures, interlignes, surcharges, ou renvois, avec l'indication exacte du nom des parties, du temps de l'opération et de la délivrance, de la quantité, de la qualité et du prix de la marchandise, ainsi que toutes les conditions de l'opération. »

Les opérations conclues en Bourse sont obligatoirement et séance tenante notées sur un carnet de cinquante feuillets numérotés. Les feuillets mentionnant les opérations conclues doivent être paraphés par les contre-parties. Les dites opérations seront consignées jour par jour dans le livre-journal, sans blancs, ratures, interlignes, surcharges ou renvois, avec l'indication exacte du nom des parties, du temps de l'opération et de la délivrance, de la quantité, de la qualité et du prix de la marchandise, ainsi que de toutes les conditions de l'opération.

L'agent de change dresse, pour constater l'opération, un bordereau qu'il remet au client lors de la livraison, c'est-à-dire le jour même où il livre les titres (1). Il doit y mentionner les numéros des titres.

Les opérations à terme sur marchandises entre courtiers et clients, qu'il s'agisse d'achat ou de vente, d'opérations de report ou à prime, en coton ou en graines de coton, doivent être confirmées par des notes-contrats émises par la Commission de la Bourse (D. 5 novembre 1927, art. 46).

Ces notes-contrats portent au recto, une énumération des conditions de vente et d'achat, pour ce qui concerne les rapports du courtier et du client depuis la naissance de l'opération jusqu'à la livraison. Au verso, se trouvent les conditions relatives à la livraison et à la réception de la marchandise et aux contestations qui pourraient naître à ce sujet (2).

Les opérations entre courtiers ou entre courtiers et jobbers sont confirmées par un bordereau, dans lequel doivent

(1) Appel Alexandrie, 14 mars 1900, *B. L. J.*, XII, 164.

(2) V. Annexes : notes-contrats.

être comprises toutes les opérations faites dans la journée (1).

Ces notes-contrats sont soumises à un droit de timbre proportionnel à raison d'un millième par cantar de coton. et d'un quart de millième par ardeb de graine de coton (Décret du 25 juillet 1916, imposant un droit de timbre sur les opérations à terme à la Bourse des marchandises, article 2.)

Du reste, lorsque l'opération de Bourse en elle-même, ni l'emploi du courtier ne sont niés, les livres du courtier peuvent être produits en justice pour servir d'élément de preuve des conditions dans lesquelles l'opération a été faite. (Art. 75/69 C. Com.)

Le courtier doit donner aux parties, à première réquisition, un extrait de ses livres, en ce qui concerne l'opération qu'il a faite pour elles. Il doit même les soumettre au tribunal sur sa demande (art. 76/70 C. Com.).

D'après la jurisprudence, le courtier ne peut se refuser à cette mesure de preuve, lorsqu'elle apparaît comme utile et non comme un moyen dilatoire. Le refus le rendra passible de dommages-intérêts (2).

(1) Voir la formule dans les annexes.

(2) Appel Alexandrie, 27 décembre 1905, *B. L. J.*, XVIII, 68 ; *R. O.*, XXXI, 98.

SECTION II

OBLIGATION DE NE PAS FAIRE LE COMMERCE.

Les agents de change ou courtiers ne peuvent s'occuper d'affaires commerciales autres que les affaires de courtage en général, ou se livrer à des spéculations pour leur propre compte ou pour le compte de leurs femmes, de leurs ascendants ou descendants. (D. 8 novembre 1909, art. 11 et D. 5 novembre 1927, art. 15 et 23).

L'idée du législateur est que les courtiers ou les agents de change ne gardent pas une neutralité suffisante s'ils s'intéressent à des opérations; ainsi, de mandataires, ils deviendraient des concurrents. Cette considération est douteuse, étant donné la largeur des textes qui s'appliquent à des contrats où les courtiers ou agents de change n'ont aucune influence. Mais peut-être y a-t-il une autre raison : la crainte que des actes de spéculation ne compromettent la fortune de personnes dont la situation a besoin d'être assurée par la loi (1).

Le courtier ne peut donc ni tirer, ni endosser, ni accepter des lettres de change.

(1) En droit français, il existe la même interdiction pour les agents de change (art. 85 C. Com. fr.). Les courtiers en marchandises sont autorisés à faire le commerce ou à s'intéresser aux affaires dans lesquelles ils servent d'intermédiaires. Par exception, suivant l'art. 7 de la loi du 18 juillet 1866, les courtiers inscrits sont passibles de dommages-intérêts et d'une amende de 500 à 3.000 francs et doivent être rayés de la liste s'ils n'informent pas les parties de leur intérêt dans l'opération, afin qu'ils sachent que les agissements du courtier sont peut-être suspects et doivent être surveillés,

D'après l'article 295/287 du Code pénal, « sera déclaré banqueroutier simple, en général, tout commerçant qui, par son imprudence ou sa faute grave, aura été cause de la perte subie par ses créanciers et spécialement celui qui se trouvera dans les cas suivants :

« ... 2^o S'il a consommé de fortes sommes au jeu, à des opérations de pur hasard ou à des *opérations fictives de Bourse* ou sur marchandises. »

La banqueroute simple est donc prévue pour le courtier dont la défaillance est due à des spéculations personnelles. Quant à la banqueroute frauduleuse, elle est infligée au courtier qui se trouve dans un des cas prévus par la loi où les peines de banqueroute frauduleuse sont appliquées (1).

Aussi, il est défendu aux agents de change d'être admi-

(1) Art. 293/285 C. pénal : Tout commerçant en état de cessation de paiements sera déclaré banqueroutier frauduleux dans les cas suivants :

1^o S'il a soustrait, détruit ou altéré ses livres ;

2^o S'il a détourné ou dissimulé une partie de son actif au préjudice de ses créanciers ;

3^o Si, soit dans ses écritures, son bilan, ou un acte quelconque, soit même par une reconnaissance verbale ou pour avoir évité sciemment de produire des documents ou des explications, il se sera frauduleusement reconnu ou fait reconnaître débiteur de sommes qu'il ne devait pas réellement.

Lors de l'élaboration du règlement de 1927, il y avait un courant d'idées au sein de la Commission, d'ajouter un article ainsi conçu : Art. 22 du projet de règlement : « Le courtier dont la défaillance sera due à des opérations de *spéculation personnelle*, sera passible des peines de la *banqueroute frauduleuse*. » Or, M. le Conseiller Royal Wathelet remarqua que c'était là une disposition législative qui ne saurait trouver sa place dans un règlement ; d'ailleurs, les dispositions du Code pénal sont suffisantes dans la matière. En outre, la Commission a constaté qu'il n'y avait pas eu une seule déclaration en faillite ; le courtier débiteur parvient toujours à faire un arrangement à l'amiable avec ses créanciers. Procès-verbaux de la 3^e (20 décembre 1926), 9^e (11 janvier 1927), et 13^e (24 janvier 1927) réunions.

nistrateurs de Sociétés dont les titres sont cotés à la Bourse. (D. 8 novembre 1909, art. 2, al. 8.)

Cette interdiction a suscité, lors de sa mise en application, des critiques multiples :

Les agents de change de la place du Caire ont trouvé cette prohibition *inutile* et *fâcheuse* : inutile, parce que si l'on entend par là empêcher les administrateurs des Sociétés de se livrer à des manœuvres de Bourse sur les titres de leur propre Société, la disposition n'atteint pas son but, puisqu'on ne peut empêcher les administrateurs de spéculer comme clients par l'intermédiaire des agents de change ; — fâcheuse, parce que cette disposition écarte de la corbeille des personnalités compétentes et honorables qui pourraient y exercer une excellente influence.

Les agents de change d'Alexandrie, moins affirmatifs, ont proposé de limiter seulement l'incompatibilité aux administrateurs des Sociétés financières, mais au contraire, d'admettre comme agents de change les administrateurs des Sociétés industrielles et commerciales qui ont intérêt, disent-ils, à assurer au marché le plus de solidité et de régularité possible.

Aucune de ces deux propositions n'a été acceptée.

Or, le temps agit à merveille : une vingtaine d'années d'application ont prouvé la solidité de cette disposition.

En effet, le projet du règlement des Bourses des valeurs, élaboré par les agents de change eux-mêmes, et actuellement sous discussion, garde encore cette prohibition. (Art. 17 du projet.)

Les opérations contraires à ces prohibitions ne sont pas nulles ; mais sanctionnées par des peines discipli-

naires, prononcées contre le courtier ou l'agent de change contrevenant (1).

SECTION III

L'INCITATION A LA SPÉCULATION.

Il est défendu à tout agent de change, courtier, remisier, ou commis principal de favoriser « la spéculation d'un employé de commerce ou de banque, ou d'un fonctionnaire du gouvernement » ou d'exciter à la spéculation « une personne étrangère au commerce ou un employé quelconque ». (D. 8 novembre 1909, art. 35 et D. 5 novembre 1927, art. 65.)

Ces dispositions entraînent cette conséquence indirecte et imprévue de forcer les courtiers à limiter leur clientèle de spéculation. Ils peuvent en toute sécurité traiter une affaire quelconque avec un petit boutiquier, mais ils sont obligés de se méfier des rentiers, des personnes exerçant une profession libérale ou des employés.

En effet, pendant le krach de 1907, comme nous l'avons vu, toutes les personnes s'adonnaient à la spéculation, même les petits fonctionnaires et employés.

Un spéculateur cherchera, alors même qu'il aura spéculé *proprio motu*, à tirer de cette disposition un moyen de pression, de chantage, pour ne pas exécuter un marché désavantageux pour lui. Il pourra dire à son courtier ou agent de

(1) En ce qui concerne les agents de change en France, la contravention entraîne la peine de destitution et une condamnation prononcée par le Tribunal de police correctionnelle, sans préjudice de l'action des parties en dommages-intérêts (Art. 87 C. Com. fr.). Trib. Comm. Seine, 12 novembre 1902, Sirey, 1903, 2, 145 (note Wahl).

change : c'est vous qui m'avez poussé, tenez-m'en quitte, ou je vous poursuis. Peut-on exiger d'avance, d'un tel client, une renonciation écrite, une déclaration portant qu'il agit de son plein gré ? C'est bien délicat ; et encore ne peut-on pas affirmer que les tribunaux donneraient effet à cette clause.

Il nous paraîtrait suffisant de limiter le cercle des personnes protégées par ces dispositions, pour « les personnes étrangères au commerce », à celles qui sont visées par l'art. 114/109 C. Com., c'est-à-dire *les femmes et filles non commerçantes et les simples cultivateurs* (1).

Les opérations de l'agent de change, courtier, remisier ou commis principal, contraires à ces dispositions, ne sont pas nulles, mais seulement sanctionnées par une peine disciplinaire (l'amende de L. E. 1.000 au maximum) (2).

D'ailleurs, cette mesure disciplinaire n'a jamais été appliquée.

SECTION IV

OBLIGATION DE NE PAS SE CONSTITUER CONTRE-PARTIE.

L'agent de change ou le courtier peut-il se constituer lui-même contre-partie, c'est-à-dire, prendre pour son propre

(1) Art. 114/109 C. Com. (D. 5 décembre 1886) : Les lettres de change, souscrites, les endossements et les acceptations signées par des femmes, des filles ou de simples cultivateurs non commerçants, en leur propre nom, ne sont pas réputés actes de commerce en ce qui les concerne.

(2) « Cette mesure purement disciplinaire ne pourra pas influencer sur l'appréciation éventuelle de la validité de l'opération par la justice. » (Art. 65, al. 2. D. 5 novembre 1927.)

compte les titres ou les marchandises qu'il est chargé de vendre, ou livrer ses propres titres ou marchandises au client qui l'a chargé d'acheter ?

Cette question, connue sous le nom de la *contre-partie*, se pose pour tous les commissionnaires, mais elle se présente particulièrement en matière d'opérations de Bourse (1).

Dans l'étude de cette matière, nous retraçons l'ordre chronologique de la question, à savoir : les règles établies par la jurisprudence avant la loi de Bourses du 8 novembre 1909, la position de la question devant la Commission de la Réforme lors de l'élaboration de cette loi et les différents courants d'idées parus au sein de la Commission, enfin le système actuel d'après la loi de Bourses et les règlements boursiers postérieurs.

§ 1. — LA JURISPRUDENCE ANTÉRIEURE.

Le Code de commerce n'a pas envisagé la question. On s'attendait donc à ce que la jurisprudence, s'appuyant sur l'article 215/258 du Code civil, qui défend aux mandataires « d'acheter le bien qu'ils sont chargés de vendre en cette qualité », interdise la contre-partie dans les opérations de Bourse.

Cette mesure ne fut pas prise et la jurisprudence de la Cour d'appel était constante sur ce point.

Elle décidait que rien ne s'oppose, en l'état de la législa-

(1) Cf. BURIAT : *Le Commissionnaire contre-partiste* (Thèse, 1902) ; MOREL : *Du Commissionnaire contre-partiste* (Thèse Lille, 1904) ; LACOUR : *Le Commissionnaire contre-partiste en Bourse et la Jurisprudence. Annales de Droit Commercial*, 1908, p. 18 et s., 209 et s. ; et LENOAN : *L'Évolution de la contre-partie occulte*, 1920.

tion, à ce que le courtier lui-même soit la contre-partie dans une opération de Bourse, sans que celle-ci devienne annulable pour ce motif, si l'opération est faite de bonne foi et dans les conditions normales (1), autrement dit, à moins d'éléments de dol et de fraude (2).

Ce courtier doit justifier du prix auquel il affirme avoir exécuté les ordres de son client (3).

Dans ce cas, il agit en son propre nom comme tout commissionnaire ; il serait tenu personnellement comme débiteur, il a droit et qualité pour agir comme créancier (4).

Sa qualité de contre-partiste ne porte pas préjudice à son droit du courtage (5).

Et comme l'exception de jeu dans le marché à terme (qui était admise à cette époque) est inopposable aux *simples intermédiaires* (6), le courtier qui agit en contre-partie la lui rend opposable (7).

§ 2. — LA QUESTION DEVANT LA COMMISSION DE LA RÉFORME.

La Commission, tout en reconnaissant le danger de laisser le courtier se constituer contre-partie, « être à la fois inter-

(1) Appel Alexandrie, 29 mars 1905, *B. L. J.*, XVII, 176 ; 5 avril 1905, *B. L. J.*, XVII, 197 ; *R. O.*, XXVIII, 54 et 8 mai 1907, *B. L. J.*, XIX, 239.

(2) Appel Alexandrie, 9 mars 1910, *B. L. J.*, XXII, 103.

(3) Appel Alexandrie, 24 janvier 1906, *B. L. J.*, XVIII, 101.

(4) Appel Alexandrie, 1^{er} janvier 1892, *B. L. J.*, IV, 296 ; 13 février 1902, *B. L. J.*, XIV, 134, *R. O.*, XXVII, 144 ; 22 février 1905, *B. L. J.*, XVII, 123 ; 22 mars 1905, *B. L. J.*, XVII, 159 ; 29 mars 1905, *B. L. J.*, XVII, 176 et 8 mai 1905, *B. L. J.*, XVII, 235.

(5) Appel Alexandrie, 22 mars 1905, *B. L. J.*, XVII, 159.

(6) Appel Alexandrie, 27 février 1895, *B. L. J.*, VII, 154 ; 28 janvier 1903, *B. L. J.*, XV, 107 et 3 janvier 1906, *B. L. J.*, XVIII, 69.

(7) Appel Alexandrie, 13 février 1902, *B. L. J.*, XIV, 134 ; *R. O.*, XXVII, 144.

médiaire et spéculateur, mandataire et contre-partiste », se trouva devant des usages commerciaux établis et de jurisprudence constante (3).

Certains membres de la Commission estimaient que jamais, et sous aucune condition, le courtier ne devrait pouvoir se constituer contre-partie ; le courtier, en effet, n'est qu'un intermédiaire, il doit s'en tenir à ce rôle ; autrement il pourrait se rendre le maître des cours et spéculer au détriment de son commettant. D'autres, au contraire, prenant en considération le besoin du commerce exposé par les commerçants entendus par la sous-commission, notamment la nécessité de l'acceptation immédiate des ordres transmis, proposaient une disposition permettant aux courtiers de se constituer

(3) Commission Internationale (séance du 17 juin 1907), protocole n° 5.

Quant à nous, nous ne devons pas développer ici le pour et le contre de la contre-partie dans le domaine général, cela sort du cadre que nous nous sommes fixés ; nous référons aux ouvrages très précieux ci-précités et aussi aux ouvrages de droit commercial mentionnés au cours de ce travail.

D'ailleurs, nous nous bornons à reproduire l'idée que M. Manchez, rédacteur financier du journal *Le Temps*, a développée au Congrès des Valeurs mobilières, tenu à Paris en 1900 : « Si, dit-il, dans un marché libre, ainsi que ses partisans le conçoivent, les courtiers des valeurs avaient toute liberté pour joindre aux fonctions d'intermédiaire, moyennant courtages, la faculté de faire pour eux-mêmes des opérations, des spéculations, c'est alors qu'il faudrait craindre, à brève échéance, l'effondrement du marché financier. On ne peut, en effet, être tout à la fois intermédiaire et spéculateur, mandataire et contre-partie. Un courtier de valeurs de cette nature ne mériterait aucune confiance, car il n'offrirait aucune sécurité. L'intermédiaire des négociations de titres mobiliers doit offrir les mêmes garanties que l'intermédiaire institué pour les transmissions de la propriété immobilière. La fortune mobilière de la France a droit aux mêmes sécurités que la fortune foncière. L'opinion publique accepterait-elle que les notaires fussent autorisés, en dehors de leurs fonctions de receveurs et d'enregistreurs d'actes et de contrats, à spéculer sur les affaires confiées à

contre-partie, soit en vertu d'une autorisation spéciale donnée par écrit au moment de la réception de l'ordre, soit tout au moins, en imposant aux courtiers certaines obligations destinées à prévenir les abus (1).

A la Commission plénière, une proposition de M. Vercamer, d'après laquelle « un courtier ne pourra se constituer contre-partie qu'en vertu d'une autorisation spéciale donnée par écrit avant l'exécution de l'ordre », fut acceptée.

Cette proposition, d'après les dires mêmes de son auteur, fut inspirée par un projet soumis à la Chambre des députés française, en juin 1898, par M. Claude Rajon qui donne au courtier la faculté de faire la contre-partie des ordres reçus, mais seulement « en tant que le commettant en ait ainsi décidé par écrit avant l'exécution de l'ordre. » (2)

§ 3. — LE SYSTÈME DE LA LOI DES BOURSES
ET LES RÈGLEMENTS BOURSIERS.

L'article 80/74 C. Com. dispose que « *le courtier ne pourra se constituer contre-partie de l'opération traitée par son entremise qu'en vertu d'une autorisation spéciale donnée par* leurs soins et à leur discrétion ? Pourquoi voudrait-on que le courtier de la fortune mobilière ne fût pas tenu aux mêmes interdictions. ? » (*Mémoire de M. Manchez*, 1^{er} fascicule.)

(1) V. Rapport de la Sous-Commission.

(2) V. D'ailleurs, la proposition Trarieux-Boulanger présentée au Sénat en 1897, en vue de la suppression du monopole des agents de change, défendait absolument aux intermédiaires de s'intéresser dans aucune des affaires traitées par leur entremise (art. 5). De même la proposition présentée à la Chambre des députés en mars 1898 par M. Dron (qui réservait toutes les opérations des marchés publics à terme aux seuls courtiers inscrits et assermentés dans les formes de la loi du 18 juillet 1866) interdit en même temps à ceux-ci « de faire la contre-partie des ordres qu'ils reçoivent, et, d'une manière générale, d'être intéressés en participation dans les affaires qu'ils traitent comme mandataires » (Art. 5, n° 3.)

écrit au moment de la réception de l'ordre (al. 2). S'il est prouvé qu'un courtier s'est constitué contre-partie sans y avoir été régulièrement autorisé par le client, celui-ci aura l'option ou de faire annuler ou de faire exécuter le marché » (al. 3).

Cette disposition consacre une solution analogue à celle qui a prévalu dans les usages de la Bourse anglaise (1), dans le Code de commerce italien (2), dans la loi allemande de 1896 (3) et dans le Code de commerce belge (4).

(1) Voir le mémoire sur *La Bourse anglaise*, par Émile CASSON, dans le premier fascicule des documents publiés par le Congrès International des Valeurs mobilières (Paris 1900). « Le *broker* a la faculté de prendre à son compte l'opération dont on l'a chargé pourvu qu'il en avertisse son client... Bien que son rôle soit de servir d'intermédiaire entre les clients et les *jobbers* qui sont des négociants en valeurs mobilières, rien ne s'oppose à ce que le *broker* fasse lui-même la contre-partie des ordres reçus. »

(2) Art. 31 : « Il mediatore che non manifesta ad uno del contraenti il nome dell'altro si rend responsabile dell'esecuzione del contratto, edesgendolo resta surogato nei diritti verso l'altro-contraente. »

(3) D'après l'article 71, al. 1^{er}, « l'ordre peut être exécuté par le commissionnaire, de manière qu'il livre lui-même comme vendeur, ou qu'il prenne lui-même comme acheteur, le bien qu'il est chargé d'acheter ou de vendre, à moins que le commettant n'en ait décidé autrement » ; mais, d'autre part, cette loi ajoute que « si le commissionnaire ne déclare pas expressément dans l'envoi de l'avis d'opéré, qu'il est lui-même la contre-partie, cela équivaut à la déclaration que l'exécution a eu lieu par conclusion du marché avec un tiers au compte du commettant » (art. 74). Cette dernière disposition complète l'art. 360 du Code de commerce allemand. En effet, le Code ne fixait pas de délai au commissionnaire pour déclarer s'il était intervenu personnellement. De là, des abus ; ils ont été signalés, notamment au Congrès International des Valeurs mobilières de 1900 par MM. Delamotte (2^e fascicule) et Broussais, (4^e fascicule). Le commissionnaire « pouvant, après coup, en cas d'insolvabilité de la contre-partie, prétendre qu'il n'avait agi que comme mandataire, il lui était également facile de compter à son commettant un cours plus défavorable que celui auquel lui-même avait pu traiter avec un tiers ». (DELAMOTTE). « Les intermédiaires de Bourse outrepassèrent les droits que leur conférait le Code de

Toutes ces législations ont ceci de commun avec le système de notre Code de Commerce, qu'en thèse générale et sauf convention contraire, elles tiennent le courtier pour un simple mandataire, soumis comme tel à l'obligation de rendre compte de l'exécution de son mandat ; mais elles en diffèrent en ce que la présomption *juris* y a été établie plutôt en faveur du courtier, qui a seulement le devoir de prendre qualité au moment de la réception ou de l'exécution de l'ordre, tandis que, dans le système égyptien, le courtier ne peut se constituer la contre-partie directe qu'en vertu d'une autorisation formelle et écrite de son commettant.

Tout autre est le système français, qui interdit formellement à l'agent de change de se constituer contre-partie, même avec l'autorisation de son client, puisque toute opération de Bourse lui est interdite (art. 85, al. 1, C. Com. fr.).

Aussi, l'article 8 de la Loi de Finances du 27 février 1912 interdit aux courtiers et commissionnaires des marchandises, qui vendent aux Bourses de commerce, de se constituer contre-partie, même avec le consentement de leurs clients non-professionnels, dans les marchés à terme. Le but de cette interdiction est d'empêcher que les courtiers n'abusent

(Suite des notes de la page 262.)

commerce; dans toutes leurs opérations ils déclarèrent expressément acheter ou vendre eux-mêmes, au lieu de distinguer les cas où ils étaient réellement contre-partie et où cette contre-partie était un tiers ; de plus, ils coupaient dans les cours (in Kurse scheiden). La loi de 1896 s'est efforcée de mettre un terme à cette violation de l'article 60 du Code de commerce. » (BAOUSSAIS.)

(4) Art. 67, « Les agents de change et courtiers sont responsables de la livraison et du paiement de ce qu'ils ont vendu ou acheté. Cette responsabilité cesse lorsqu'ils ont fait connaître, en contractant, le nom de l'acheteur ou du vendeur à la personne avec laquelle ils contractent et que celle-ci a accepté le marché. »

de l'ignorance de leurs clients. Elle ne s'applique pas aux marchés au comptant.

Pour les autres intermédiaires, la clause qui autorise la contre-partie est valable ; mais la jurisprudence se montre très sévère dans l'intervention de la volonté des parties : lorsque l'intermédiaire fait signer à son client une clause l'autorisant à se constituer contre-partie, mais dont le sens peut échapper à une personne peu expérimentée, on admet que le client n'a pas entendu donner son autorisation (1). Ainsi la formule employée par l'intermédiaire : « Nous vous avons vendu » ou « Nous vous avons acheté », et suivie de l'accusé de réception du client, a été tantôt considérée comme une autorisation de contre-partie et tantôt a paru trop peu précise pour recevoir cette interprétation (2). De même, quand il s'agit d'un client inexpérimenté, les termes, « la vente » (ou l'achat) que je vous ai fait, ne sont pas considérés comme une autorisation de contre-partie (3).

Tandis que nos règlements boursiers interdisent au courtier, sous peine de radiation, de se constituer contre-partie ou de spéculer pour son propre compte (D. 8 novembre 1909,

(1) V. Cass. req., 30 juin 1909, S., 11, I, 505 (note Naquet) D., 10, I, 5 (note Lacour).

(2) V. Cass. req., 26 janvier 1909, S., 1909, I, 308 ; D., 1909, I, 449 (note Lacour).

(3) Cass. req., 27 novembre 1907. S., 1908, I, 119 ; D., 1908, I, 32 (note Lacour).

La faculté de se constituer contre-partie est interdite par diverses législations : la loi autrichienne du 4 avril 1875 (contenant la révision du Livre premier, titre 7 du Code de commerce) art. 69, n° 1 ; la loi danoise de 1869 qui a maintenu la défense aux courtiers d'opérer en leur propre nom ; le Code de commerce espagnol de 1888, art. 96 et 97 ; et le Code de commerce portugais, art. 88.

art. 11, n^o 8 et D. 5 novembre 1927, art. 23), l'article 80/74, al. 3, C. Com. l'autorise indirectement. Comme la défense a pour but de sauvegarder les intérêts du client, celui-ci, juge de ses intérêts, peut la lever. Cette faculté laissée au courtier dans ces conditions lui étant accordée par la loi, aucune disposition de règlement ne pourrait la lui enlever (1).

Ainsi, contrairement à ce que l'on croit (2), la peine de radiation infligée par le règlement au courtier contre-partiste, ne trouve pas application dans ces conditions.

Comme l'intermédiaire est un mandataire, le client qui se trouve en face d'une opération de contre-partie accomplie sans son consentement est dans la situation d'un mandant qui reproche à son mandataire de n'avoir pas exécuté le mandat : il peut refuser de prendre l'opération à son compte et peut annuler le marché (3).

Les motifs même sur lesquels la loi et la jurisprudence fondent l'exception de contre-partie expliquent qu'elle ne soit pas d'*ordre public* ; car ces motifs se résument dans l'intention du donneur d'ordre.

Comme tout mandant qui se trouve en face d'un dépassement de pouvoir du mandataire, le donneur d'ordre qui a ratifié l'opération empreinte de contre-partie ne peut plus la critiquer.

Ainsi, lorsque le donneur d'ordre a exécuté le contrat en connaissance de cause ou, d'après la Cour d'appel (4), « a

(1) Trib. Comm. Caïre, 6 mars 1915, *G. T. M.*, 358, 104.

(2) ZOHNI. — *Le Droit Commercial*, p. 423.

(3) Appel Alexandrie, 29 janvier 1913, *B. L. J.*, XXV, 148.

(4) Appel Alexandrie, 25 janvier 1916, *B. L. J.*, XXVIII, 123.

déjà accepté une quantité d'opérations sans remarques ni protestations », il n'est plus recevable à demander la nullité.

Lorsque le courtier se constitue contre-partie avec l'autorisation de son client, a-t-il droit à sa commission ?

Nous avons vu que la jurisprudence, antérieure à la loi du 8 novembre 1909, répond affirmativement (1).

La question n'est pas passée inaperçue à la Commission de la Réforme qui se montra favorable à ce droit (2), mais on a réservé la question pour le règlement boursier (3).

D'ailleurs, ni le premier règlement de 1909, ni les règlements subséquents jusqu'à présent (4) n'y ont fait aucune allusion.

Tout cela prouve que rien n'est changé de l'état de choses antérieur (5). Du reste, le droit que s'est réservé le courtier ne doit pas tourner à l'avantage du client, qui a marqué qu'il laissait au courtier le choix entre deux manières d'exécuter le contrat, en vue d'un résultat identique pour le client. Il n'est pas exorbitant de voir le courtier s'attribuer une « commission », qui cesse, en pareil cas, d'être une commission véritable et se trouve être un supplément de prix.

(1) Appel Alexandrie, 22 mars 1905, *B. L. J.*, XVII, 159. Voir *supra* § 1, p. 00.

(2) Procès-verbaux des séances de 11 juin 1904 et 3 mars 1905.

(3) Protocole final n° 5 (17 juin 1907).

(4) Le nouveau règlement du 5 novembre 1927 y compris.

(5) Malheureusement, la jurisprudence postérieure à 1909 ne nous renseigne nullement sur la matière.

§ 4. — L'EXCEPTION DE CONTRE-PARTIE
ET LA PRATIQUE DES ARRETÉS.

Nous touchons ici à l'un des points les plus brûlants de la question de la contre-partie, qui suscite chez les courtiers une véritable levée de boucliers (1).

Le régime actuel, imposé par les articles 78-80/72-74 C. Com. combinés, est qu'une opération quelconque ne peut-être valablement conclue qu'à la Bourse même, suivant le règlement de cette Bourse, et que le courtier ne peut se porter contre-partie qu'avec le consentement écrit de son client.

Or, les usages de la place sont absolument différents et les nécessités sont si impérieuses que le courtier ne pourra pas s'y soustraire. Il se voit obligé d'enfreindre ces dispositions, s'exposant ainsi, comme conséquence, au risque de voir annuler les opérations faites, dès qu'elles deviendront désavantageuses pour le client et à les voir confirmées dans le cas contraire.

En fait, toutes les grosses affaires, sur les valeurs comme sur le coton, *se traitent* soit par téléphone avec le bureau du client, avec les banques ou avec Minet El-Bassal, soit chez le client, chez le banquier, chez le cotonnier, en dehors de la Bourse.

Nous disons « se traitent », car le client : capitaliste, banquier, cotonnier, ne se contente pas de donner un ordre, il veut être assuré de l'exécution immédiate à un prix déterminé et pour une quantité donnée. C'est alors qu'il demande

(1) Commission de la Bourse des marchandises d'Alexandrie — amendements à proposer au gouvernement sur les règlements de la Bourse, 1911.

à son courtier ce qu'on appelle, en langage de Bourse, un *arrêté* ou un *sta bene*, c'est-à-dire qu'il lui vend ou lui achète à un prix donné, sauf à se couvrir lui-même en Bourse par la suite.

Cette pratique répond à un besoin éprouvé par les négociants-spéculateurs qui veulent avoir la certitude d'un prix sûr, *arrêté*, au moment même où ils passent l'ordre au lieu de rester dans l'incertitude de l'exécution d'un ordre au mieux ou d'un ordre limité (1). Il y a de ce besoin plusieurs raisons : tantôt, c'est que le spéculateur ne veut faire l'opération qu'à un cours et non à un autre ; il faut donc être fixé tout de suite. Tantôt c'est la crainte de voir le courtier, s'il ne donne pas un arrêté, devenir un adversaire et influencer le marché dans un sens favorable (2). Tantôt enfin, c'est parce qu'un ordre donné à un courtier pour être exécuté en Bourse est connu, qu'on sait pour le compte de qui il est (3), ce qui risque de dévoiler une position et de la faire échouer.

Cette opération se heurte dans la législation actuelle à des obstacles formels : le premier c'est que l'opération traitée soit par téléphone, soit chez le banquier, sera nulle pour

(1) V. : LÉON POLIER. — La Bourse d'Alexandrie et le marché des cotons égyptiens, *Revue économique internationale*, IX, décembre 1912, p. 473 et s. TEYMOUR (H.). — De la nécessité d'une réforme de la Bourse d'Alexandrie, *Égypte contemporaine*, VI, 1915, p. 68 et s.

(2) Le spéculateur ordonne l'achat de 10.000 cantars de coton ; le courtier saisi de l'ordre a intérêt à acheter pour son propre compte (malgré la défense qui lui est faite. Avant de passer l'ordre de son client, parce qu'il sait que cet ordre d'achat fera monter le cours, ce dont il bénéficiera. Mais l'achat du courtier, avant celui du client, a déjà eu, dans une certaine mesure, le même effet ; ce qui fait que le client aura par là même un cours moins favorable.

(3) Le courtier, en droit égyptien, est obligé de nommer son client au moment de l'opération, sinon il sera responsable de l'exécution et considéré comme commissionnaire (art. 72/66 C. Com.).

n'avoir pas été traitée dans la Bourse (1); le second, c'est que l'opération sera annulable à volonté par le client, parce que, du chef de l'arrêté, le courtier se sera porté contre-partie, et qu'il n'aura pas obtenu, au moment de la conclusion de l'opération, l'autorisation écrite de son client.

Cette autorisation, le courtier ne l'aura pas obtenue, parce que, si'il est à la Bourse, il aura traité par téléphone le cas le plus fréquent, donc verbalement. S'il est chez le client, non plus, parce que traitant une opération à terme hors de la Bourse, c'est-à-dire en contravention de l'art 79/73, C. Com., il pourra difficilement se résoudre à faire constater par un écrit une infraction qui l'expose à l'annulation de l'opération (2).

Les clients honorables ne se prévaudront jamais de la faculté que leur laisse la loi; s'ils ont donné leur consentement verbal, ou s'ils ont ratifié l'opération, la parole les liera. Mais le courtier s'expose à se trouver en présence de clients de mauvaise foi qui, si l'affaire tourne mal, se retrancheront derrière le texte de la loi et feront annuler l'opération.

Doit-on abolir la pratique des « arrêtés » ? Il n'y faut pas songer, parce que ce serait bouleverser les habitudes du marché, et encore l'arrêté, dit-on, c'est le seul moyen qui puisse assurer le marché contre des fluctuations trop brusques; car le courtier, devenu contre-partie, est obligé,

(1) Pourtant la jurisprudence, comme nous le verrons plus tard dans le marché à terme, valide, sous condition de bonne foi, cette pratique en ce qui concerne le *mariage*, chez le courtier, de deux ordres de deux clients différents, au prix pratiqué à la corbeille. — V. Appel Alexandrie, 15 mars 1922, *G. T. M.*, 228, 127 (et note.)

(2) Encore, d'après les courtiers, demander un écrit immédiat serait un signe de méfiance qui entrave les affaires avec les gros clients.

par son intérêt personnel, de répartir lui-même son opération entre ses propres contre-parties avec la plus extrême prudence ; c'est lui qui supporterait la conséquence des fluctuations s'il s'en produisait. Quant au client, il y gagne d'être assuré de l'exécution de son opération au prix qui lui convient, et d'avoir pour contre-partie, non pas un inconnu, mais un courtier d'une solvabilité éprouvée et d'une honnêteté certaine.

Pour mettre fin aux abus de la contre-partie, le législateur l'a rendue à peu près impossible. La réaction nous paraît exagérée.

L'autorisation spéciale écrite doit être remplacée par une autorisation donnée à une forme quelconque.

La jurisprudence, si pauvre dans la matière de la contre-partie, a déjà commencé à s'engager dans la voie de l'interprétation de la volonté du donneur d'ordre, en l'absence d'une autorisation écrite, pour voir s'il y a ratification (1).

(1) Appel Alexandrie, 25 janvier 1916, *B. L. J.*, XXVIII, 123.

CHAPITRE VI

RESPONSABILITÉ DES INTERMÉDIAIRES

Les intermédiaires sont responsables du préjudice causé par leur faute à leurs clients ou aux tiers.

La responsabilité se présente surtout pratiquement en matière de négociation des effets où l'agent de change, chargé de la vente, est responsable de la sincérité de la signature du vendeur (art. 73/67 C. Com.).

Le courtier chargé d'un achat en Bourse, à un prix et un jour déterminés, qui déclare n'avoir pu traiter au prix fixé et en avertit immédiatement son client, ne peut être poursuivi comme responsable d'une négligence ou d'une faute équivalente au dol, même si le cours avait été pratiqué en Bourse pendant un instant et pour un nombre d'affaires très limité.

Le courtier qui n'a pas nommé son client au moment de l'opération, est responsable de l'exécution et considéré comme commissionnaire (art. 72/66 C. Com.).

En pareil cas, il est réputé personnellement engagé et, de

ce chef, responsable de la livraison et du paiement de ce qu'il a vendu ou acheté (1).

Ce courtier ne peut se soustraire lui-même, par une désignation ultérieure de son client, à la responsabilité qu'au moment de l'opération il a consenti à assumer vis-à-vis du contractant et que celui-ci avait, d'une façon évidente, intérêt à assurer (2).

L'usage suivi à la Bourse des valeurs du Caire et suivant lequel on fait circuler les certificats émis par les diverses Sociétés au nom des souscripteurs et dûment signés par eux, en laissant en blanc les noms des acheteurs, et cela pour le compte du client vendeur, l'agent de change ne s'occupe pas de faire opérer le transfert dans les registres de Sociétés, est, d'après la Cour d'appel (3), contraire à la loi et ne saurait être reconnu obligatoire pour les parties lésées par le défaut de mention des acheteurs successifs sur les titres et sur les registres des sociétés. Par suite, un pareil usage ne peut faire échapper l'agent de change, qui n'a pas nommé son client au moment de l'opération, à l'article 72/66 C. Com. qui le rend responsable de l'exécution et le fait considérer comme commissionnaire.

Les courtiers ou agents de change sont responsables des opérations traitées par leurs auxiliaires et, par suite, des amendes encourues par eux. (D. 8 novembre 1909, art. 15, al. 2 et D. 5 novembre 1927, art. 43.)

Les remisiers, bénéficiant d'une remise (n'excédant pas

(1) Appel Alexandrie, 13 février 1902, *B. L. J.*, XIV, 134 ; *R. O.*, XXVII, 144 ; 22 février 1905, *B. L. J.*, XVII ; 29 mars 1905, *B. L. J.*, XVII, 176 ; et 3 mai 1905, *B. L. J.*, XVII, 235.

(2) Appel Alexandrie, 1^{er} juin 1892, *B. L. J.*, IV, 296.

(3) Appel Alexandrie, 8 juin 1915, *G. T. M.*, 443, 170.

le 50 %) du courtage, sont tenus dans les mêmes proportions des risques que peut encourir la maison près de laquelle ils sont accrédités, du chef des clients qu'ils ont procurés (1). (D. 5 novembre 1927, art. 35.) Mais, comme nous l'avons indiqué précédemment, le remisier n'a à fournir, lors de son admission, aucun capital. Comment envisager sa responsabilité dans ce cas ? C'est au courtier de prendre ses précautions et à s'assurer que les clients qui sont amenés ne lui feront pas courir de risques (2).

Pour faire face provisoirement aux engagements des courtiers en cas de défaillance, le décret du 5 novembre 1927 (art. 52 et s.) a institué pour les Bourses des marchandises un fonds de garantie (3) (ou une caisse commune), sur lequel sont prélevées les sommes nécessaires au règlement des opérations en cours du courtier défaillant, par les soins de la commission de la Bourse.

Les intermédiaires sont en outre, pour les fautes qu'ils commettent, passibles de peines disciplinaires (D. 9 novembre 1909, art. 31 et s., et D. 5 novembre 1927, art. 62 et s.).

Enfin, les courtiers ou agents de change qui ne font pas leurs paiements, peuvent, comme tout commerçants, être déclarés en faillite. Toutefois, la faillite due à des spéculations personnelles du courtier entraîne pour lui la banqueroute simple (art. 295/287 C. pénal) ou frauduleuse (art. 293/285 C. pénal), selon le cas (4).

(1) Appel Alexandrie, 7 avril 1909, *B. L. J.*, XXI, 292 ; 23 juin 1909, *B. L. J.*, XXI, 389.

(2) C'est l'opinion qui a prévalu à la Commission ministérielle (12^e réunion, 24 janvier 1927).

(3) Comme nous le verrons dans le chapitre suivant.

(4) Voir *supra*, p. 254.

CHAPITRE VII

LA CAISSE COMMUNE DE GARANTIE

§ 1. — UTILITÉ.

La réforme, peut-être la plus importante introduite dans le nouveau règlement de la Bourse des marchandises, consiste dans l'institution d'une caisse commune de garantie, pour faire face *provisoirement* aux engagements des courtiers en cas de défaillance.

La défaillance d'un courtier sur un marché surchargé en entraîne facilement une seconde, et celle-ci une troisième et d'autres encore. En pareil cas, il s'ensuit nécessairement la perturbation ; un effondrement des cours et un préjudice considérable pour le marché avec des répercussions dans tout le pays (1).

(1) Nous citons ici le cas de la défaillance de l'Agence Parigori, d'Alexandrie. Cette agence avait à faire face, lors d'une liquidation, à des paiements s'élevant à près de L. E. 200.000. Elle déclara être en déficit de L. E. 60.000 environ. Si l'on avait suivi la procédure ordinaire de la faillite, la place aurait manqué, pendant un temps considérablement long, des L. E. 200.000 en entier ; ce qui aurait eu pour effet de

Avec la Caisse commune de garantie, « une défaillance n'aura plus ces répercussions ; les sommes nécessaires pour régler les opérations en cours seront prélevées sur le fonds de garantie (1) ».

Cette caisse a aussi un autre avantage dont l'importance mérite d'être relevée :

Elle constitue un nouveau lien de solidarité entre les courtiers, non seulement *financier* mais même *moralisateur* car, le fonds étant commun à tous, les courtiers auront intérêt à le conserver intact en prévenant les tentatives hasardeuses qui pourraient l'affecter. Ayant un intérêt matériel à éviter les défaillances, les courtiers feront l'impossible pour arrêter à temps les opérations dangereuses du collègue, en provoquant l'intervention opportune de la Commission de la Bourse.

Par la constitution de cette caisse, le courtier ne doit fournir, lors de son admission, aucun cautionnement.

troubler le mécanisme des liquidations et de déterminer une succession de faillites. Voici comment :

L'agence Parigori devait à l'agence Primus L. E. 40.000. Celle-ci, privée à la liquidation de ce capital considérable, ne pouvant faire face à ses propres engagements, aurait sauté à son tour. Une troisième agence créancière de Primus aurait été contrainte également de suspendre ses paiements. La chaîne ne se serait certainement pas arrêtée là.

La Commission de la Bourse d'Alexandrie, pour porter remède à la situation, usa, pour des raisons d'opportunité, d'un moyen d'illégalité peut-être contestable, mais qui était commandé par les circonstances. Chaque courtier créancier combla momentanément, dans la proportion de sa créance, le déficit de Parigori. Les sommes ainsi recueillies furent versées au Comptoir National d'Escompte (Succursale d'Alexandrie) qui fait office de Clearing House à la Bourse, et la liquidation put ainsi être réglée et des désastres furent évités.

(1) Commission ministérielle, rapport final.

§ 2. — CONSTITUTION.

La caisse est alimentée : 1^o par des versements obligatoires des courtiers au moment de leur admission, et 2^o par des taxes payées par les courtiers et les jobbers sur les transactions à terme faites par eux.

Le montant des versements des courtiers est arrêté au commencement de chaque année par la Commission de la Bourse, en tenant compte de la situation financière de la caisse et du nombre de courtiers, lors de la clôture de l'année précédente (1). (D. 5 novembre 1927, art. 54.)

Les taxes à percevoir, au moyen d'un timbre apposé sur les notes-contrats, sont fixées comme suit :

1^o Un droit de P. T. 10 par 250 cantars de coton et de P. T. 2 1/2 par 50 ardebs de graines de coton sur les opérations entre courtiers.

2^o Un droit de P. T. 2 par 250 cantars de coton et P. T. 1/2 pour 500 ardebs de graines de coton sur les opérations des jobbers.

Ces taxes sont à la charge des courtiers ou jobbers et ne peuvent être portées en compte aux charges des clients (2). Mais les remisiers les supportent dans leurs relations avec les courtiers au prorata de la remise de courtage dont ils bénéficient.

Cependant, comme il « est à supposer que le fonds de

(1) Pour l'année 1927-28 le montant était fixé à L. E. 500, et comme le nombre des courtiers est de 70, cela faisait au total : L. E. 35.000.

(2) Avec le droit de timbre sur les opérations annuelles des courtiers et jobbers, qui s'élève à 80 millions de cantars de coton, la caisse est alimentée annuellement d'une somme de L. E. 20.000 environ.

garantie ne subira que rarement des pertes et que, grâce à ses ressources permanentes, il ira en augmentant très rapidement (1) », il a fallu prévoir la réduction des contributions des courtiers (en laissant la fixation annuelle à la Commission de la Bourse comme nous l'avons vu). Encore, la Commission, par décision prise à la majorité des $\frac{3}{4}$ de la totalité de ses membres, peut diminuer les taxes prévues, sans toutefois pouvoir en réduire le taux de plus de la moitié sans l'approbation du Ministre des Finances. Elle peut les augmenter de la même façon jusqu'au double de leur taux actuel.

§ 3. — AFFECTATION.

Les fonds commun sert à faire les *avances* nécessaires à la liquidation des opérations des courtiers défaillants *envers leurs confrères*.

Les peines pécuniaires encourues par les courtiers, et toutes sommes dues par eux pour des causes dépendant de leurs fonctions, pourront être relevées sur la part qui, en cas de retrait, leur reviendrait dans le fonds de garantie.

En outre de ces deux buts, le fonds commun ne peut être affecté à aucun usage quelconque, ni aux différences provenant des liquidations entre courtiers et clients.

Les avances faites pour liquider la situation d'un courtier doivent être remboursées, ainsi que leurs intérêts qui sont fixés à 6 % (D. 5 novembre 1927, art. 58, al. 3). De même les prélèvements pour le paiement des amendes.

(1) Commission ministérielle, rapport final.

L'obligation de remboursement incombe au courtier défaillant : chacun des courtiers qui aura directement bénéficié de ces avances sera garant solidaire du courtier défaillant jusqu'à concurrence du versement qui lui a été fait. (Règ. gén. art. 58, al. 2.)

En cas où le fonds de la caisse est insuffisant pour parfaire le déficit du défaillant, les courtiers contre-parties doivent verser, chacun au prorata de sa créance, au Clearing-House le reliquat qui leur incombe. (Règ. int., art. 30.)

Les courtiers débiteurs ou garants qui n'auront pas effectués le remboursement des avances faites, à l'expiration du délai fixé par la Commission de la Bourse, seront suspendus jusqu'au remboursement des sommes dues. Car il serait dangereux de les laisser travailler dans ces conditions. Supposons qu'un courtier « bénéficiaire » n'arrive pas à régler la caisse et se trouve, par suite, dans l'obligation de suspendre ses paiements à son tour ; il pourrait être tenté, s'il n'était pas suspendu, de faire un coup de Bourse en risquant le tout pour le tout.

On aurait pu concevoir le fonds de garantie sous la forme d'un *fonds d'assurance*, en ce sens que les versements faits par les courtiers au fonds leur auraient donné le droit d'être indemnisés des pertes subies du chef de la défaillance de l'un d'eux. Le courtier défaillant restant seul tenu au remboursement.

Le fonds d'assurance, établi sur cette base, aurait pour effet de provoquer à la spéculation, étant donné l'absence de risques pour les cocontractants.

Au contraire, le système consistant à faire seulement les avances nécessaires à la liquidation des opérations obligera

le courtier à une grande circonspection dans le contrôle de ses positions avec ses différents confrères, puisque, en fin de compte, il sera probablement tenu de rembourser une fraction importante des avances qui lui auront été faites par la caisse.

Les taxes perçues sur les jobbers, ainsi que la part de celles payées par les courtiers et supportées par les remisiers, ne confèrent à ceux-ci aucun droit sur le fonds de garantie qui est constitué au profit des courtiers à l'exclusion de tout autre.

Au cas où le courtier cesserait ses fonctions (par suite de décès, démission ou radiation), la Commission de la Bourse lui verserait, ou à ses ayants droit, une somme égale au montant de la participation arrêté par la Commission au début de l'année, au cours de laquelle se produit le retrait, déduction faite du 5 % de ce montant qui demeure acquis à la caisse, et de toutes les sommes dont le courtier reste redevable envers la caisse.

§ 4. — GESTION.

La Caisse commune est administrée par la Commission de la Bourse, qui peut dans ce but, déléguer un Comité spécial (D. 5 novembre 1927, art. 60).

Une comptabilité spéciale, relative au fonds de la caisse, est tenue par la Commission. En outre, un bilan annuel est dressé par ses soins et communiqué à chacun des courtiers.

La Commission désigne la Banque auprès de laquelle l'actif de la caisse reste déposé, ainsi que les Fonds d'État Égyptiens sur lesquels les disponibilités peuvent être placées.

C'est au nom de la Commission de la Bourse que les recours contre les courtiers pour le recouvrement des avances faites par la caisse sont exercés.

Les frais de gestion sont prélevés sur les revenus du fonds et, à défaut, sur le fonds lui-même.

CHAPITRE VIII

DIRECTION ET CONTROLE DE LA BOURSE

SECTION PREMIERE

COMMISSION DE LA BOURSE

A la tête de chaque Bourse se trouve une *Commission*. Composée de courtiers et commerçants ou agents de change et banquiers, suivant le cas, cette Commission est chargée de la direction de la Bourse. (Art. 77/60 C. Com.)

L'élection et l'organisation de la Commission, ainsi que l'étendue et la limite de ses pouvoirs, font l'objet de dispositions spéciales dans les règlements boursiers.

§ 1. — ÉLECTION ET ORGANISATION DE LA COMMISSION.

Critique au point de vue de la pratique.

Les membres de la Commission sont élus au mois de janvier de chaque année à la date et aux heures fixées par la Commission en exercice.

Tous les membres de la Bourse sont électeurs ; les éligibles sont certains membres. En effet, tandis que la qualité de membre suffit pour conférer le droit de vote, il est stipulé que nul ne peut être valablement élu s'il n'a été présenté par deux membres de son propre groupe (Règ. gén. de la Bourse des marchandises, art. 3) et, pour les Bourses des valeurs, s'il n'a été membre pendant un certain nombre d'années qui précèdent immédiatement le jour de l'élection (1).

La Commission est renouvelée par tiers chaque année à raison de trois courtiers ou agents de change et un membre adhérent (commerçant ou banquier), indépendamment des sièges devenus vacants en cours d'exercice.

Tous les membres sortants sont indéfiniment rééligibles.

La procédure des élections, qui est strictement réglementée comprend deux phases successives : en premier lieu, la Commission en fonctions arrête le 31 décembre de chaque année deux listes pour les membres candidats : un pour les membres actifs (courtiers ou agents de change), et une pour les membres adhérents (commerçants ou banquiers) ; les deux listes sont affichées à la Bourse à partir du 3 janvier. La seconde phase est celle des élections au jour fixé : les élections sont présidées par le président de la Commission, assisté de deux de ses membres choisis à cet effet parmi les membres actifs pour l'élection des courtiers ou agents de change, et parmi les membres adhérents pour les commerçants ou banquiers.

(1) Ce principe est admis par la Commission ministérielle qui élabore maintenant le règlement des Bourses des valeurs ; le projet en question fixe la période à deux ans. Nous la trouvons insuffisante ; il faut la porter à l'instar du Stock Exchange de Londres à cinq ans et stipuler une période pareille aussi pour la Bourse des marchandises.

Le vote a lieu à l'intérieur de la Bourse. Il se fait par liste, au scrutin secret et à la majorité des voix.

Un cas spécial n'est pas prévu : si le nombre des postulants n'est pas supérieur au nombre des sièges à pourvoir, procède-t-on aux élections ? Il faut considérer *ipso facto* les candidats comme dûment nommés (1).

Toutefois, au cours de l'année, des vacances peuvent se produire. En ce cas, on ne procède pas aux élections partielles ; la Commission choisit les remplaçants dans la catégorie des sièges vacants. Les fonctions de ces remplaçants ne durent que jusqu'à la date du prochain renouvellement annuel.

Aussitôt reconstitué, et réunie, la Commission doit s'organiser. Elle désigne parmi ses membres actifs son Bureau ; il comprend un président, un vice-président et un secrétaire-trésorier.

C'est le Bureau qui organise et contrôle les services de la Commission et de la Caisse : le président (ou, en cas d'empêchement, le vice-président) exécute les décisions de la Commission et la représente en justice (2). Il saisit la Commission de toute question intéressant la Bourse après avoir instruit l'affaire. Le secrétaire-trésorier tient les procès-verbaux des séances de la Commission ; surveille la caisse et les services de la comptabilité de la Commission et garde tous les documents concernant cette caisse et les fonds déposés dans la banque désignée par la Commission ; il

(1) C'est la solution que donne le règlement du Stock Exchange de Londres. Voir DECOUDU. — *La Bourse de Londres*, p. 69.

(2) Le règlement autorisant la Commission à ester en justice, il est sans intérêt d'établir si elle possède une personnalité morale. Tribunal de Commerce d'Alexandrie, 18 décembre 1911, *G. T. M.*, II, 40.

ne peut retirer des fonds ainsi déposés qu'au moyen de chèques signés par lui et le président.

Dès la première séance, la Commission, pour accomplir efficacement ses fonctions, forme autant de *comités* qu'elle estime nécessaire. Chaque comité doit être composé de trois personnes au moins. Si, pour assurer le fonctionnement régulier de ces comités, le nombre des membres de la Commission n'est pas suffisant, la Commission peut compléter la composition des comités en y nommant des courtiers ou agents de change choisis parmi ceux ayant au moins deux ans d'exercice, mais à condition que les membres de la Commission se trouvent toujours en majorité au sein de chaque comité. Le président doit être un membre de la Commission.

La Commission se réunit sur convocation du président. Il doit la convoquer toutes les fois que la demande en est faite par le quart des membres ou par le Commissaire d'État. Pour être valables, les délibérations, doivent avoir lieu en présence de la moitié des membres. Les décisions sont prises à la majorité des voix — ; en cas de partage, la voix du président est prépondérante.

*
* *

Si la représentation des banquiers et directeurs des maisons financières à la Commission de la Bourse des valeurs est passée presque inaperçue, celle des commerçants à la Commission de la Bourse des marchandises, au contraire, a suscité et suscite toujours une polémique ardente qui a trouvé son écho à la Commission ministérielle (1).

(1) Procès-verbaux des 3^e, 6^e et 13^e réunions (20 décembre 1926, 3 et 24 janvier 1927).

Ces commerçants, qui ont à la Commission de la Bourse trois membres sur douze (1) sont choisis parmi les membres adhérents, qui ne sont que des *négociants exportateurs*, autrement dit, les membres de « l'Alexandria General Produce Association ».

On se méfie de ces négociants ; c'est du moins l'état d'esprit qu'on peut constater parmi le public égyptien. Ils exercent une certaine influence sur les courtiers et dans ce cas, en pratique, ils exercent un pouvoir qui n'est pas tout à fait dans l'intérêt général du pays. Les courtiers eux-mêmes estiment préférable d'écarter les membres adhérents de la Commission ; cette tendance, nous la constatons dans le projet de règlement présenté par eux à la Commission Ministérielle ; mais ils sont trop timides pour la confesser : ces négociants sont leurs meilleurs clients. Retenons ici ce que dit l'un d'eux à ce propos (2) : « Si l'on devait faire l'analyse psychologique de la Commission dans ses relations et l'exercice de son mandat, on arriverait par déduction à établir qu'elle n'émane pas complètement du sein même de cette grande famille constituée par l'ensemble des courtiers, puisqu'elle n'est composée que de neuf courtiers et de trois membres adhérents. Une certaine réserve qui frise la gêne, résultat du manque d'homogénéité, existe ainsi entre les courtiers et les membres de la Commission, tout comme entre convives qui ne se connaissent pas d'avance, au banquet d'un monde qui n'est point le leur. »

(1) Les banquiers ont le même nombre à la Commission de la Bourse des valeurs.

(2) CARAMANO. — *Commentaires et Suggestions pour servir au remaniement des Règlements de la Bourse des marchandises*, p. 11.

Le Syndicat agricole entreprend contre cette pratique une véritable croisade (1). Les courtiers, membres de la Commission, dit-on (2), bien que libres en droit, sont en fait sous la dépendance des exportateurs qui font partie de la Bourse Royale. Leur simple présence aux séances pèse consciemment ou inconsciemment sur les décisions de la Commission; tandis que les courtiers ne sont pas représentés aux Comités de la « Produce » et à la Bourse libre de Minet El-Bassal.

Si l'on s'en rapporte à l'esprit qui a préoccupé le législateur en 1909, 1916 et 1927, on trouve qu'il a voulu précisément amener une fusion entre les éléments de la Bourse des marchandises, dans laquelle les courtiers sont les membres actifs et les autres les membres adhérents. On a cherché à faire marcher de pair la Bourse officielle du terme et celle du disponible, mais, avouons-le, cette combinaison a mal réussi.

Nous ne demandons nullement que les courtiers soient seuls représentés à la Commission de la Bourse, pas plus que les négociants exportateurs. A côté de l'intérêt spécial des courtiers ou exportateurs, il y a l'intérêt général du pays représenté par les *producteurs*. Pour empêcher que les courtiers et les négociants s'entendent pour porter préjudice aux producteurs, il faut représenter ces derniers à la Commission de la Bourse.

De plus, il est regrettable que les courtiers de la place

(1) Syndicat agricole : Note sur la situation du marché cotonnier en Égypte, 1922.

(2) Conférence de M. Joseph Nahas, Secrétaire général du Syndicat, au Club agricole du Caire, le 17 décembre 1926,

d'Alexandrie ne s'aperçoivent de l'existence de la Commission que par les pénalités qu'elle est obligée parfois d'appliquer.

Il faut qu'une parfaite communion d'idées existe entre les courtiers et la Commission pour former un bloc, non plus de gens d'affaires hostiles l'un à l'autre, mais de véritables collègues, dont l'estime, alors naturelle et réciproque, dissiperait tout malaise.

§ 2. — POUVOIRS DE LA COMMISSION.

La Commission de la Bourse est chargée d'un double rôle : l'un *administratif* et l'autre *contentieux*.

Les pouvoirs administratifs de la Commission sont nombreux, nous ne retenons ici que les attributions spéciales qui sont d'une certaine gravité pour le marché, à savoir : la suspension du marché à terme des valeurs ; la fermeture de la Bourse, la fixation des cours minima et maxima au moment critique et enfin le droit, pour la Commission, de vérifier la situation du courtier ou de l'agent de change et de prendre des mesures à l'encontre de celui dont la position paraît dangereuse pour la place.

La Commission exerce ses pouvoirs contentieux par l'intermédiaire de certains comités : le Conseil de Discipline, le Tribunal Arbitral et le Tribunal des Conflits.

1^o *Pouvoirs administratifs.*

Le règlement général de 1909 attribuait à la Commission de la Bourse des valeurs le pouvoir de suspendre et rétablir le marché à terme des valeurs. Les agents de change déclinaient ce pouvoir redoutable. Une décision aussi grave

ne peut-être prise, disait-on, que par une autorité qui soit en dehors du marché et à l'abri de tout suspicion : par le législateur lui-même. D'un autre côté, une pareille mesure doit être générale et non limitée à une Bourse : il serait inadmissible que le marché à terme fût suspendu au Caire et permis à Alexandrie. Ce pouvoir doit donc rentrer dans les attributions gouvernementales.

Mais le gouvernement, de son côté, n'a pas voulu assumer la responsabilité de suspendre le marché à terme et le décret du 27 mars 1912 décide (art. 18, al. 3 et 4) que cette suspension sera décidée par les Commissions des Bourses des valeurs (du Caire et d'Alexandrie) réunies en assemblées plénières sur l'initiative de l'une d'elles, dans certaines conditions de *quorum* et de majorité : il faut la présence des deux tiers des membres composant les Commissions, et la majorité des deux tiers aussi.

C'est par une décision pareille que, deux années plus tard (en 1914), fut suspendu le marché à terme (avec celui du comptant) dans les Bourses des valeurs égyptiennes. Depuis lors, il n'a jamais été rétabli (1).

Le projet du nouveau règlement des Bourses des valeurs confère la même attribution à la Commission (2).

Nous croyons qu'il est encore temps de méditer les observations des agents de change faites au lendemain de la mise

(1) Le marché à terme a été suspendu en même temps que celui du comptant lors de la fermeture provisoire de la Bourse par suite de la guerre, soit le 31 juillet 1914, par décision des deux Commissions du Caire et d'Alexandrie en date du 30 juillet 1914.

La réouverture de la Bourse du Caire a eu lieu le 31 janvier 1916 pour les seules opérations au comptant et ce, par décision de la Commission de la Bourse du 27 décembre 1915.

(2) 3^e projet, art. 52, al. 3 et 4.

en application du règlement de 1909. Le droit de suspendre ou établir le marché à terme doit être attribué au pouvoir gouvernemental ; toutefois, afin d'éviter que cette mesure très grave ne soit prise d'une façon inopportune, nous proposons que le gouvernement ne prenne une décision dans la matière que sur la demande des Commissions des Bourses des valeurs en Assemblée générale.

*
* *

« Il existe des circonstances graves dans lesquelles il peut être dans l'intérêt général de procéder à une fermeture temporaire de la Bourse ; lorsque les fluctuations des cours sont considérables et que le marché est influencé par des nouvelles tendancieuses, une suspension des transactions peut éviter des pertes plus grandes (1). »

La Commission de la Bourse peut fermer la Bourse pendant une durée n'excédant pas trois jours ouvrables et interdire, pendant ce temps, toute transaction. La majorité des trois quarts de tous les membres de la Commission est requise pour cette mesure applicable immédiatement sous réserve du droit de veto du Commissaire d'État. Lorsque la Commission ordonne la fermeture, elle fixe les conditions de la liquidation des positions en cours.

Si la période de trois jours se trouve insuffisante pour enrayer la panique, elle peut être prolongée par un arrêté du Ministre des Finances (2).

(1) Commission Ministérielle 1926-1927, rapport final.

(2) Par suite des hostilités, les Bourses du Caire et d'Alexandrie ont été fermées du 31 juillet 1914 au 30 janvier 1916 et au 16 juillet 1916.



Dans les mêmes conditions, au lieu de fermer la Bourse, la Commission peut aussi fixer, jour par jour, mais pour une durée n'excédant pas trois jours, des cours minima et maxima et les imposer aux contractants. Moins graves que la fermeture, ces fixations peuvent avoir dans des circonstances exceptionnelles leur utilité.

Même avant que le règlement de 1927 donne ce droit à la Commission de la Bourse des marchandises, on a constaté, que, dans chaque crise, il y a eu unité entre les courtiers pour fixer des prix maxima et minima pour leurs opérations. C'est cette mesure appliquée *ex officio* qui a donné les résultats les plus pratiques.

Il a été suggéré à la Commission Ministérielle (1) de fixer, à l'exemple de ce qui se fait à la Bourse de New York, des maxima que les fluctuations des cours ne pourront dépasser dans une même séance. Si cette suggestion avait été prise, il n'aurait pas été nécessaire de prévoir la fixation des cours minima et maxima au moment critique.

Il importe, tout d'abord, d'observer que la limite fixée à la Bourse de New York a été établie comme une mesure exceptionnelle pendant la guerre à cause des variations considérables des cours survenues à cette époque, mais les

let 1916 respectivement. La Bourse des marchandises d'Alexandrie fut fermée une fois de plus du 30 juillet 1918 au 1^{er} août 1919 ; et encore à la suite de la spéculation à outrance et la panique qui s'empara au mois de mars 1920.

(1) Procès-verbaux de la 6^e et 14^e réunions (3 et 25 janvier 1927).

écarts ont été fixés d'une manière si large qu'en fait, ils ne peuvent plus jouer actuellement dans la pratique (1).

Si les écarts étaient fixés de telle manière qu'ils puissent jouer, il en résulterait un préjudice grave pour les spéculateurs qui ne pourraient plus liquider leurs positions faute de contre-partie au cours minimum fixé et risqueraient d'être entraînés de jour en jour dans des difficultés plus grandes au risque de provoquer un vrai désastre pour le marché (2).

La Commission a bien agi en repoussant cette suggestion et en conservant seulement le droit de la Commission de la Bourse de fixer, d'après les circonstances, des cours minima et maxima. « Ces écarts maxima, dit-elle (3), sont des mesures d'exception dont les conséquences peuvent être si graves qu'il ne faut en faire usage que dans des circonstances réellement exceptionnelles et ce pouvoir a été reconnu à la Commission de la Bourse dans des conditions spéciales. »

(1) L'écart maximum entre un prix et celui pratiqué la veille est fixé à 200 points (deux dollars), ce qui représente, par rapport au prix du coton américain, environ les 15 ou 16 pour cent.

(2) Si un écart est établi de manière que la clause puisse jouer, par exemple à 100 points (un tallari), à la place d'Alexandrie, et qu'un spéculateur de cette place ait une position acheteur effectuée à l'ouverture à 26 tallaris ; New York vient avec 100 points de baisse ; il veut se débarrasser de sa position en offrant à 25 tallaris, mais il ne trouve pas d'acheteur à ce prix, alors il ne peut pas liquider sa position, ne pouvant pas offrir à moins de 25, vu la clause qui les lie ; il attend le lendemain, il n'y a pas d'acheteur au prix minimum ; on se rend compte à la Bourse d'Alexandrie que les cours valent moins, et il reste avec sa position. Si à ces difficultés se greffe une fin d'échéance, ce sera un désastre ; il est obligé de recevoir une filière n'ayant pu liquider sa position par suite de la clause en question.

(3) Rapport final.

*
* * *

En vue de s'assurer de l'existence réelle et totale du capital requis et de sa liquidité, la Commission de la Bourse procède, deux fois au moins par an, à des vérifications de la situation des agences. En cas d'infraction, elle leur fixe un délai très court pour se mettre en règle, pendant lequel il leur est interdit d'opérer en Bourse et leur situation est clôturée par les soins de la Commission.

La Commission peut prendre des mesures à l'encontre du courtier ou agent de change dont la position paraît dangereuse pour la place. Par vote au scrutin secret, une vérification extraordinaire de sa situation peut être ordonnée ; des garanties peuvent être exigées ; elle peut même lui interdire la conclusion de nouvelles opérations ou le suspendre provisoirement jusqu'à ce que sa situation soit assainie et ait cessé d'être un danger pour la place.

La vérification, dans ces cas, est faite par le service des *censeurs* de la Commission, à la disposition de qui les courtiers doivent mettre les registres de comptabilité et tous les éléments et documents qui leur permettent de remplir entièrement leur mission.

Les censeurs sont choisis sur une liste dressée annuellement par la Commission, Sont admis à exercer cette profession : les experts comptables agréés et inscrits sur les listes des tribunaux et les comptables assermentés ou *chartered accountants*. Il est défendu aux censeurs, sous peine de radiation, de faire partie directement ou indirectement (même en qualité de bailleur de fonds) d'une agence de Bourse

d'être directeur d'une agence, jobber, remisier ou commis principal ; d'opérer en Bourse pour leur compte ou pour compte d'autrui. Ils reçoivent des honoraires fixés par la Commission pour les vérifications dont ils sont chargés (1).

Les censeurs doivent signaler à la Commission toutes infractions qu'ils auront l'occasion de constater au cours des vérifications dont ils sont chargés.

Les rapports des censeurs sont examinés par un comité spécial, un Comité de vérification, composé du prédisent et de trois membres de la Commission désignés au commencement de chaque année, qui présente ses observations à la Commission plénière.

2^o Pouvoirs contentieux

Conseil de Discipline,

Tribunal Arbitral et Tribunal des Conflits

Le pouvoir de réglementation, ce rôle administratif, si étendu qu'il soit, n'absorbe pas toute l'activité de la Commission : celle-ci dispose, en outre, d'un pouvoir contentieux qui lui confère une autorité plus grande encore sur les membres de la Bourse.

Ce pouvoir, elle l'exerce par la voie des comités spéciaux délégués dans ce but : chaque année, lors de la formation de son Bureau, la Commission désigne cinq de ses membres, dont le président, pour constituer le Conseil de Discipline (avec cinq membres suppléants) ; en même temps, elle

(1) Le Commissaire du gouvernement près la Bourse des marchandises d'Alexandrie, M. Goldstein, a suggéré à la Commission ministérielle la création d'un corps d'Inspecteurs relevant du gouvernement (procès-verbal de la 3^e réunion, 20 décembre 1926). Malheureusement la suggestion n'a pas eu de suite

désigne un nombre pareil pour former le Tribunal Arbitral.

Le Conseil de Discipline (1) statue sur toutes les infractions commises par les membres de la Bourse, les jobbers, remisiers ou commis principaux aux lois et règlements, ainsi que sur toutes les questions intéressant le bon ordre et la discipline de la Bourse. Il est saisi soit d'office, soit sur la plainte des intéressés, soit à la requête de la Commission ou du Commissaire de l'État.

Les règlements énumèrent certaines infractions : 1^o Les agissements frauduleux en vue d'exercer une influence sur les cours ; 2^o L'annotation d'un cours faux ou une opération fictive (2) ; 3^o Les incitations à la spéculation des fonctionnaires, employés ou personnes étrangères au commerce ; 4^o La spéculation du courtier pour son propre compte ou pour le compte de sa femme, de ses ascendants ou descendants ; 5^o Le manquement aux règles de la bienséance (3), de l'honneur ou de la loyauté commerciale ; 6^o La soustraction au contrôle de la Commission, en dissimulant la situation véritable ou en cherchant à l'induire en erreur par des productions incomplètes ou des déclarations inexactes.

Son autorité, pourtant, serait vaine, s'il ne disposait,

(1) « Boersen disciplinarhof » dans les Bourses allemandes. D'ailleurs, par une haute considération, les règlements boursiers en Allemagne le dénomment *Tribunal d'honneur* (Ehrengericht). Des protestations s'élevèrent au sein de la Commission d'enquête parlementaire contre cette dernière appellation : « On ne peut pas parler d'une notion unique de l'honneur dans le monde du commerce qui est composé d'éléments si disparates. » (*Drucksachen des Reichstages* n^o 247, p. 7.) Le Comte de Kanitz eut beau s'écrier : « Tribunal d'honneur : bon pour un corps d'officiers, pour l'ordre des avocats ; mais pour le public de la Bourse ! » (Séance du Reichstag du 9 janvier 1896.)

(2) Sans préjudice des poursuites pénales dans ces deux cas.

(3) L'« improper conduct » (conduite indigne) dans la Bourse anglaise.

contre les membres de la Bourse, d'aucune sanction ; à quoi bon étudier une affaire et déclarer qu'il y a faute s'il est interdit de prononcer une peine ? Ainsi le Conseil de Discipline a le droit, comme toute juridiction, de condamner ceux qu'il considère comme coupables ; les règlements prévoient plusieurs sanctions : ce sont, par ordre d'importance croissante, l'*avertissement*, l'*amende* de L. E. 1 à 500, la *suspension* d'un jour à trois mois ou la *radiation*. Ces peines sont naturellement graduées suivant le caractère de la faute. Ainsi, en vertu des articles 66 et 67 du règlement de 1927, si un membre de la Bourse est convaincu d'avoir fait annoter un cours faux ou une opération fictive, ou d'avoir frauduleusement tenté d'influencer les cours du marché ou d'avoir manqué à l'honneur commercial, le Conseil a le choix d'appliquer une peine pouvant aller de l'avertissement jusqu'à la radiation suivant la gravité du cas ; le courtier qui spéculé pour son propre compte est puni de la radiation. D'ailleurs, pour la gravité toute spéciale de la peine de radiation, il est disposé qu'elle ne peut être appliquée qu'au cas où une disposition spéciale la stipule ou au cas où il y a récidive pour une infraction grave qui n'est pas sanctionnée par la radiation.

Pour empêcher que les différends entre les membres soient portés en dehors de la Bourse ou devant les tribunaux, sans enlever aux parties ce droit, le législateur a institué un Tribunal Arbitral. L'arbitrage est donc *facultatif* ; il faut que les parties intéressées se mettent d'accord. Le tribunal statue comme arbitre, amiable compositeur, dispensé de toutes formes de la procédure et des règles du droit, hors celles posées par la loi et les règlements de la Bourse.

La puissance arbitrale, que la Commission exerce ainsi sur les membres de la Bourse, peut-elle être étendue aux clients, c'est-à-dire à des personnes étrangères à la Bourse? Sur ce point, les intérêts des clients et ceux de la Commission semblent parfois opposés : les premiers pourraient craindre de porter leurs différends devant une juridiction qui soit uniquement composée de confrères de la partie adverse. A leur gré, ils peuvent porter leurs différends devant le Tribunal Arbitral pourvu qu'ils soient d'accord avec l'autre partie.

Si une contestation ou une difficulté naît à la corbeille et nécessite une solution rapide, elle est soumise, à trois membres de la Commission présents à la séance de la Bourse et qui siègent comme Tribunal des Conflits (1).

Au cas où des membres de la Commission ne seraient pas présents en nombre suffisant, le tribunal sera complété par des courtiers ayant cinq ans au moins d'exercice, mais il devra toujours être présidé par un des membres de la Commission de la Bourse.

Le tribunal rend sa décision oralement, séance tenante, en présence des parties sans aucune forme de procédure.

Les règlements ne nous renseignent nullement sur un difficulté d'une nature grave qui incite à la constitution de ce tribunal. Même si cette difficulté se présente à la pratique, l'absence de tout membre de la Commission à la séance de la Bourse, pour présider le tribunal, rend sa constitution matériellement impossible.

Le principe de l'arbitrage est facultatif, même pour les membres de la Bourse. En plus, d'après l'article 814.725

(1) Peut-être assez improprement dénommé ainsi.

du Code de procédure, les sentences arbitrales ne peuvent être rendues *exécutoires* que par une ordonnance du Président du Tribunal civil, à la requête de la partie la plus diligente et d'après l'article 815.726 du même Code; il n'appartient qu'à ce tribunal de connaître les difficultés que l'exécution des sentences soulèverait.

Les décisions du Conseil de discipline (sauf les amendes de moins L. E. 100) sont susceptibles de pourvoi devant le Tribunal de Commerce (art. 69, D. 5 novembre 1927) qui statue définitivement en Chambre de Conseil par décision non motivée.

Ainsi, presque tous les différends boursiers relèvent des tribunaux de droit commun; il ne reste à l'intérieur de la Bourse que les différends jugés sans recours par le Tribunal des Conflits si les circonstances lui permettent de siéger.

*
* *

Après l'étude de l'organisation de la Commission de la Bourse égyptienne, nous trouvons utile, pour faciliter le rapprochement, de donner quelques notices sur la même institution dans la Bourse anglaise et la Bourse américaine :

A la tête du Stock Exchange de Londres (1) se trouve un Comité. Composé de trente membres, ce « *Committee for general purposes* », ou Comité pour les affaires générales, est chargé de la direction de la Bourse.

Le Comité de direction est nommé chaque année. Nul ne peut être valablement élu s'il n'a été membre du Stock

(1) V. DECOUDU. — *La Bourse de Londres*, p. 68 et s.

Exchange pendant cinq années. Aussitôt constitué et réuni, le Comité doit s'organiser : il désigne son bureau qui comprend : un président, un vice-président, plusieurs scrutateurs (1) et un secrétaire.

Les pouvoirs administratifs du Comité de direction sont définis par l'article 5 du règlement du Stock Exchange qui est ainsi conçu : « Ledit Comité pour les affaires générales est chargé de réglementer les transactions du Stock Exchange et peut édicter des règles qui ne soient pas en contradiction avec les prescriptions de ces présents règlements ; en ce qui concerne la procédure des élections du Comité, l'admission, l'expulsion ou la suspension des membres et de leurs commis, les procédés suivant lesquels et les conditions dans lesquelles les affaires sont traitées au Stock Exchange ; la conduite des personnes qui se livrent aux dites transactions et, d'une manière générale, pour le bon ordre et la bonne administration des membres du Stock Exchange ; il peut aussi, de temps en temps, amender, modifier ou abroger ces règles, ou l'une quelconque d'entre elles, et peut édicter toute règle nouvelle, modifiée ou additionnelle pour les objets ci-dessus désignés. » Ainsi le Comité exerce souverainement son action sur tout ce qui concerne opérations de bourse, valeurs négociées et membres du Stock Exchange : il règle, en effet, jusque dans les moindres détails, la conduite des opérations, le mécanisme des transactions ; il choisit les valeurs et n'autorise l'inscription à la Cote que s'il la juge utile.

Le Comité dispose, en outre, d'un pouvoir contentieux :

(1) Les scrutateurs sont chargés, comme leur nom l'indique, de surveiller les scrutins et d'en transmettre les résultats tant aux membres du Stock Exchange qu'à ceux du Comité.

si une difficulté s'élève entre deux membres du Stock Exchange, pour un motif qui n'est pas absolument étranger à la Bourse, il est interdit aux parties, à moins d'une autorisation spéciale et expresse du Comité, de porter leur différend devant les tribunaux. Il convient toutefois de distinguer deux cas, pour chacun desquels la procédure suivie est différente. Dans le premier cas, le Comité est l'unique juge ; dans le deuxième, il n'intervient qu'en second ressort. En effet, lorsque la faute, que l'on reproche à l'un des membres, est de nature à affecter les intérêts généraux du Stock Exchange, il faut que le Comité soit immédiatement saisi ; il est seul compétent : c'est la première hypothèse. Pour tous les autres cas, c'est-à-dire lorsque les différends sont sans effet sur les intérêts généraux du marché mais que, néanmoins, ils sont provoqués, plus ou moins directement, par les négociations de Bourse, les deux parties doivent s'entendre en vue de solliciter l'arbitrage d'un ou de plusieurs autres membres du Stock Exchange. La décision de ces arbitres sera, pour les parties, toujours obligatoire. Faute d'arbitres, le Comité est encore compétent. Pour tous les membres, le Comité est donc une véritable Chambre de discipline ; et le règlement de la Bourse prévoit plusieurs sanctions : la censure, la suspension et l'expulsion.

Le « Comité pour les affaires générales » est lui-même divisé en un certain nombre de sous-comités qui sont spécialisés. Mais bien qu'ils se répartissent ainsi leur tâche entre eux, les trente membres du Comité de direction ne peuvent évidemment y suffire. Il est indispensable qu'ils soient aidés par des services auxiliaires.

La direction de la Bourse de New York (1) appartient au Comité des Administrateurs, « *Governing Committee* », composé du président, du trésorier et de 40 membres. Le président et le trésorier sont élus chaque année. Les membres du Comité, appelés gouverneurs (2), sont divisés en quatre classes ; dix gouverneurs sont élus chaque année par les membres du Stock Exchange ; la durée de leur fonction est de quatre ans.

Le Comité des Administrateurs a entre ses mains l'administration de la Bourse ; il a des pouvoirs judiciaires. Le Comité applique les statuts de la Bourse en ce qui concerne l'admission à la cote, la vente et la livraison des valeurs mobilières. L'article 17 des statuts de Stock Exchange énonce les cas dans lesquels le Comité peut appliquer des peines disciplinaires (l'amende, la suspension ou l'expulsion) : 1^o pour la violation de la constitution de la Bourse ; 2^o pour la violation d'une résolution du Comité réglementant la conduite d'affaires des membres ; 3^o pour la conduite ou les procédés incompatibles avec les justes et équitables principes du commerce ; 4^o pour l'accomplissement d'un acte qui serait considéré par le Comité comme préjudiciable aux intérêts de la Bourse.

Pour faciliter la tâche du Comité des Administrateurs, plusieurs comités auxiliaires sont créés. Ils se composent de quelques membres du Comité et de membres désignés par celui-ci.

(1) V. FREJZON. — *La Bourse de New York* (Thèse Paris, 1928), p. 20 et s.

(2) L'élection au poste de *gouverneur* est considérée dans la finance américaine comme un grand honneur.

A la Bourse de Buenos-Aires (1), il y a le Conseil d'administration qui s'appelle « Chambre de la Bourse » (*Camara de la Bolsa*). Il comprend trois associés, trois commissionnaires de Bourse et reize commerçants choisis dans divers commerces suivant des règles précises, enfin les Présidents de Chambres corporatives qui se sont constituées dans la Bourse.

Elle statue sur l'admission des courtiers, d'admettre en se réunissant avec la Chambre de l'Intérieur (*Camera del Interior*) (2) les commissionnaires de Bourse. Elle prononce aussi des peines disciplinaires contre les associés : ce sont l'admonestation, une amende jusqu'à 50 pesos, la suspension de cinq jours à six mois, l'exclusion de la Société ou le retrait de la qualité de commissionnaire ou courtier.

Elle autorise la cotation officielle des titres.

La Chambre de la Bourse peut aussi autoriser la cotation à terme des produits du pays dans les conditions jugées nécessaires. Elle peut autoriser la constitution d'une Chambre corporative (*Camera gremial*) pour un commerce déterminé :

(1) La Bourse constitue une Société anonyme dénommée « Bourse de Commerce » (*Bolsa de Comercio*). Elle fonctionne en vertu de statuts approuvés par décret du 26 novembre 1904, et dont les modifications ont été homologuées par décrets des 25 juin 1909 et 2 septembre 1911. (Voir à ce propos *supra*, p. 115.) Ces statuts qui comprennent 102 articles, sont complétés par un règlement général de 25 articles.

La Bourse de Buenos-Aires n'est pas sans analogie avec la Bourse de Londres.

Voir sur « Les Bourses en Argentine » la communication de notre savant maître M. Démogue à la Société de Législation comparée, 1926.

(2) Les commissionnaires de Bourse élisent cette Chambre. Elle se compose de neuf commissionnaires et de cinq suppléants; les premiers sont renouvelés par moitié chaque année. La Chambre de l'Intérieur a le pouvoir disciplinaire sur les commissionnaires.

chaque Chambre de ce genre devant fixer son règlement, choisir ses dirigeants pour deux ans. La Chambre corporative peut avoir ses employés, jouer le rôle de conciliateur ou d'arbitre entre ses membres, s'occuper des intérêts de la corporation (art. 56 St.). Il existe ainsi des Chambres des céréales, de la meunerie, des sous-produits du bétail (1).

SECTION III

L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE.

Une Assemblée générale de tous les membres de la Bourse se réunit chaque année (dans la seconde quinzaine de janvier) sur la convocation de la Commission de la Bourse en fonction, en vue des élections de la nouvelle Commission en premier lieu, et de l'approbation des comptes en second lieu.

La Commission peut également réunir l'Assemblée générale chaque fois qu'elle l'estime nécessaire ou sur la demande du quart des membres de la Bourse.

Elle doit être consultée sur toutes les modifications à apporter aux règlements antérieurs de la Bourse, aussi elle peut émettre, soit d'office, soit sur la demande de la Commission, des *vœux* sur toutes les questions concernant la Bourse.

(1) « Avec ces délégués des différents commerces dans la Chambre de la Bourse, cette existence de Chambres corporatives, la Bourse a donc le caractère d'une sorte de *fédération* des commerces intéressés ». DÉMOGUE. *Op. cit.*

La convocation de l'Assemblée générale est faite par voie d'affichage à la Bourse au plus tard la veille du jour fixé, sauf les cas d'extrême urgence où aucun délai ne sera nécessaire. Elle est présidée par le Président de la Commission. Les délibérations ne sont valables que si la moitié au moins des membres de la Bourse sont présents ; si le *quorum* nécessaire n'est pas réuni, les délibérations de la deuxième assemblée, qui se réunit dans la huitaine, sont valables quel que soit le nombre de membres présents, également, si la convocation est urgente. Les décisions sont prises à la majorité des voix ; mais les votes des membres actifs et ceux des membres adhérents sont dépouillés et classés séparément.

Une observation s'impose : il va sans dire que le nombre des membres adhérents augmentera d'un jour à l'autre, à cause des privilèges dont ils jouissent (1) ; qu'arrivera-t-il un beau jour ? On se trouvera certainement, et à l'ahurissement de tout le monde, devant une Assemblée générale composée, à la majorité écrasante, de membres adhérents, délibérant sur des risques qu'eux-mêmes, n'ont et n'auront jamais à assumer ; risques de fortune et de bon renom, supportés et encourus toujours par les membres actifs, représentant enfin la minorité !

Les courtiers eux-mêmes, présentant cette menace, et pour éviter qu'ils ne soient submergés par les membres adhérents auxquels viendraient s'ajouter les courtiers influencés par la seule présence de ces membres, leurs clients, ont demandé la réunion à part de deux assemblées générales,

(1) Il y a maintenant, à la Bourse des marchandises d'Alexandrie, 63 membres adhérents contre 86 membres actifs.

une pour les courtiers et l'autre pour les membres adhérents (1). Mais la Commission Ministérielle passa outre (2).

SECTION III

COMMISSAIRES DU GOUVERNEMENT.

« *Il y aura dans chaque Bourse... un ou plusieurs Commissaires du gouvernement pour veiller à l'observation des règlements* », ainsi s'exprime l'article 77/61, al. 2, C. Com.

Ces « Commissaires, — disait M. le Conseiller Judiciaire (3), — ont pour charge de sauvegarder autant que possible la responsabilité morale que le gouvernement a assumée en autorisant la Bourse ».

En fait, les membres de la Bourse, si grands et si intègres qu'ils soient, ne se placent qu'à un point de vue restreint et défendent leurs propres intérêts ; le Commissaire du gouvernement représente, par sa tendance, les intérêts généraux. Ainsi, le principe de l'institution d'un collège de Commissaires gouvernementaux près les Bourses se trouve appli-

(1) Commission de la Bourse des marchandises d'Alexandrie, projet du règlement général, art. 13.

(2) Elle a demandé comment on pouvait concevoir que l'on soumette les comptes à deux assemblées, lorsqu'il y a en fait une Commission exécutive unique. Procès-verbal de la 2^e réunion (15 décembre 1926).

(3) Rapport pour l'année 1906, p. 22.

qué dans différents pays : En Autriche (1), en Turquie (2) et en Allemagne (3).

Le Commissaire du gouvernement n'est pas un simple *observateur* à la Bourse et son rôle n'est pas réduit à une agréable *passivité*.

Il assiste à toutes les assemblées générales, ainsi qu'à toutes les séances de la Commission de la Bourse, du Conseil de Discipline et du Tribunal Arbitral (4), mais il n'a pas voix délibérative. Il a également le droit d'assister aux réunions des comités.

(1) Loi du 1^{er} avril 1875 modifiée par la loi du 4 janvier 1903, art. 4 : « ... On instituera auprès de chaque Bourse un Commissaire de Bourse (Börsecommissær), qui y exercera la haute surveillance, veillera à l'exécution de toutes les prescriptions qui la concernent, fera ses observations sur les abus et, si l'on n'y remédie point de suite, s'adressera, pour y mettre un terme, aux autorités politiques... Le commissaire devra surtout assister à toutes les délibérations des Comités de Bourse et suspendra l'exécution lorsqu'il considérera les résolutions comme prises contrairement aux lois existantes ou aux statuts de la Bourse en attendant plus hautes décisions à demander par la voie des autorités politiques. Le commissaire de Bourse est nommé par le Ministre du Commerce d'accord avec le Ministre des Finances.

Cette disposition n'est, d'ailleurs, à quelques modifications près, que l'article premier de la patente viennoise de 1771, rapprochée par M. R. EHRENBURG (*Das Zeitalter des Fugger*, t. II, p. 352) du règlement de la Bourse de Paris de 1724. Le commissaire tire son origine du Sieur Lieutenant général de police qui maintint l'ordre à l'intérieur et à l'extérieur de la Bourse de Paris et « que Sa Majesté a commis et permet pour avoir juridiction sur la police d'icelle et dont les jugements seront exécutoires provisoirement ». (Art. 1^{er} de l'arrêt du Conseil du roi, du 24 septembre 1724.)

(2) Règlement de la Bourse de Stamboul du 1^{er} décembre 1873, modifié par le règlement du 15 avril 1886. V. YOUNG : *Cours de Droit Ottoman*, t. IV, p. 18 et 28.

(3) Loi du 22 juin 1896, article 2.

Toutes les Chambres de Commerce en Allemagne protestèrent, lors de l'introduction de cette institution, contre cette « injuste marque de défiance envers d'honorables commerçants ». On y fait le plus désagréable accueil à ce *mouchard*, à cet *espion*, pour lui rendre la situation intenable. Voir SAYOUS : *Étude économique et juridique sur les Bourses allemandes*, p. 129 et s.

(4) Il a été proposé à la Commission Internationale (1904-1909)

Il a le droit de faire appel au Tribunal de Commerce contre la décision du Conseil de Discipline, dans les cas où la peine de radiation aurait pu être prononcée.

Le Commissaire jouit d'un *veto* contre les décisions de la Commission, tendant à fixer un cours minimum et maximum ou à suspendre les séances de la Bourse pendant une période déterminée (1). Également, sur toutes les décisions de la Commission qu'il estime contraires aux lois ou aux règlements ; le veto, dans ce cas, a pour effet d'arrêter la mise à exécution de la décision prise, à moins que, sur recours formé par la Commission à la requête de son Président, devant la Chambre du Conseil du Tribunal de Commerce, celle-ci ne décide pas si la décision doit être exécutée. Le Président cite à cet effet le Commissaire et la partie intéressée, s'il y en a, dans les dix jours de veto (D. 5 novembre 1927, art. 72). Toutes mesures prises nonobstant le veto du Commissaire, sont nulles et de nul effet (art. 72, al. 2).

Il signale aux autorités compétentes toutes banqueroutes et toutes infractions à la loi pénale commises par les membres de la Bourse, des remisiers ou jobbers.

Enfin, il a la tâche de dénoncer au gouvernement les abus, comme de lui indiquer la réforme requise.

Et malgré que la loi autorise le gouvernement à nommer plusieurs Commissaires auprès de chaque bourse, il n'a jamais agi de la sorte, trouvant qu'un seul Commissaire suffit.

La Commission de la Bourse verse annuellement au gouvernement une contribution fixée à L. E. 400 pour assurer le service du Commissariat institué auprès d'elle.

de confier la présidence du Tribunal Arbitral au Commissaire du gouvernement, jouissant de toutes les prérogatives d'un magistrat indépendant et inamovible (procès-verbal de la séance du 11 juin 1904).

(1) V. *supra*, p. 289 et p. 290.

SECTION IV

ADMINISTRATION INTÉRIEURE DE LA BOURSE.

§ 1. — FRÉQUENTATION DE LA BOURSE.

La Bourse étant un marché public, son hôtel est ouvert à tout venant de manière ce que la concurrence soit illimitée. C'est le seul moyen pour que les transactions se fassent en toute liberté et que les cours soient établis avec sincérité (1).

S'il en est ainsi pour l'immeuble par lui-même, il en est autrement pour la corbeille qui est l'endroit réservé pour la *criée*.

Les trois Bourses dont dispose l'Égypte sont munies de corbeilles. Les Bourses des valeurs du Caire et d'Alexandrie possédaient, jadis, chacune deux corbeilles : l'une affectée aux opérations à terme, l'autre aux opérations au comptant ; depuis la suspension du marché à terme sur valeurs, la première est supprimée. A Alexandrie, la Bourse des marchan-

(1) Il en est de même en France. D'après l'article 1^{er} de l'arrêté du 27 Prairial an X, « les Bourses du commerce seront ouvertes à tous les citoyens et même aux étrangers ». Le terme « citoyen » employé interdit l'entrée aux mineurs. Aussi il est interdit aux individus condamnés à des peines afflictives et infamantes, ainsi qu'aux faillis non réhabilités et à ceux qui se sont immiscés dans les fonctions d'agents de change. Enfin, en mars 1924, le gouvernement français prit des mesures exceptionnelles contre certains étrangers qui, par leurs agissements, discréditaient le franc et en faisaient baisser le cours ; ils furent non seulement exclus de la Bourse, mais reconduits à la frontière.

dises occupe le même hôtel que la Bourse des valeurs ; leurs deux corbeilles avoisinent dans le même hall.

Tout ordre donné doit, *sous peine de nullité*, être exécuté à la corbeille (1), et durant l'horaire fixé par le règlement ou par la Commission de la Bourse.

Sont seuls admis à la corbeille, les courtiers ou agents de change, les jobbers et les commis principaux, également les employés du téléphone inscrits à la demande des courtiers ou agents de change sur les listes *ad hoc* établies par la Commission, mais seulement pour y transmettre à leur patron les ordres reçus et sans pouvoir y stationner. Les remisiers n'ont pas ce droit.

En outre des droits d'entrée que paient les membres de la Bourse et les auxiliaires lors de l'admission, ils paient des cotisations annuelles. Le produit de ces droits (avec les amendes et autres perceptions) sert à faire face à tous les frais de fonctionnement de la Bourse (2).

§ 2. — POLICE DE LA BOURSE.

La police de la Bourse est confiée à un Comité de surveillance, composé de cinq courtiers choisis par la Commission pour la période d'une année.

(1) Règ. int. art. 1^{er}. Voir tout de même ce que nous avons dit à propos de la pratique des arrêtés de Bourse; *supra*, p. 267 et s.

(2) A la Bourse des marchandises d'Alexandrie, le droit d'entrée et les cotisations sont fixées comme suit : Courtier L. E. 40-20; membre adhérent, 40-50; jobber 30-15; remisier 20-10 et commis principal 10-10. Les employés au téléphone, admis à entrer dans la corbeille, payent comme cotisation annuelle L. E. 2 et les commis principaux ou jobbers, comme droit de changement d'une agence à une autre, 2 L. E., 50 P. T.

Ce Comité veille à l'application des lois et règlements. Toute personne qui, sans droit, pénètre dans la corbeille ou en trouble l'ordre ou la bonne tenue est immédiatement expulsée par les soins du ou des membres du Comité présents à la corbeille. Il peut, s'il le juge nécessaire, requérir la force publique.

Il peut, séance tenante, et quel que soit le nombre de ses membres présents, par décision verbale et non motivée non susceptible de recours, punir chaque infraction d'une amende qui n'excède pas L. E. 2 (Règ. int., art, 5). Il peut déférer le contrevenant soit à la Commission, soit directement au Conseil de Discipline.

§ 3. — HORAIRE ET JOURS DES SÉANCES.

Le marché est ouvert de 10 heures à 13 h. 05 à la Bourse des marchandises et de 10 h. 30 à 12 h. 30 aux Bourses des valeurs, tous les jours de la semaine, sauf le dimanche et les jours de fêtes légales. Toutefois, la Commission peut, en raison de circonstances spéciales, ou à la suite de faits inattendus, modifier l'horaire, prolonger la durée des séances ou décider des séances dans l'après-midi. La Commission peut également déclarer jours fériés tous ceux où, à raison d'un événement public, ou de circonstances exceptionnelles ou imprévues, elle estime nécessaire la fermeture du marché, ainsi que ceux pendant lesquels les marchés régulateurs à l'étranger sont fermés. Avis de la cessation d'affaires est donné en ce cas par simple affiche à la Bourse.

L'ouverture des marchés est annoncée par un coup de

cloche et leur clôture par deux coups donnés à cinq minutes d'intervalle.

Dans les séances du matin, à la Bourse des marchandises d'Alexandrie, cinq cotations, annoncées par des coups de cloche, sont établies : les quatre premières pour servir de base à la fixation des prix du coton vendu sans prix arrêté, au moment de la signature du contrat ; la première cloche est sonnée à 11 h. 45, la deuxième à 12 h. 15, la troisième à 12 h. 45 la quatrième à 13 heures et la cinquième à 13 h. 05.

On a constaté, à cette Bourse, qu'à l'ouverture, un nombre très considérable d'opérations se concentrent en quelques minutes ; ce qui entraîne une confusion regrettable et le danger de manœuvres de nature à influencer les cours. Ainsi le législateur de 1927, s'inspirant de la pratique suivie à la Bourse de New York, réglemente les opérations en cours des deux premières minutes, en ce sens que, successivement, une minute est réservée aux opérations sur les échéances les plus actives, alternativement sur le coton Sakellaridis et sur le coton Achmouni. La pleine liberté de traiter toutes les échéances ne reprend qu'à l'expiration du délai de ces deux premières minutes.

Les cours pratiqués pendant les deux premières minutes sont considérés comme prix d'ouverture pour les échéances traitées ; comme tous les cours pratiqués pendant la minute précédant la clôture de 13 heures sont considérés pour les contre-parties comme prix de clôture.

SECTION V

COTES OFFICIELLES

La *cote officielle* enregistre les prix pratiqués à la Bourse pendant la journée.

Cette publication des cours est d'une grande utilité : le client s'assure de la manière dont ses ordres ont été exécutés ; autrement, il serait complètement à la merci de son intermédiaire. Il peut voir si la valeur ou la marchandise a atteint ou non le cours limité qu'il avait indiqué. Il peut se rendre compte si l'ordre a été passé au premier ou au dernier cours, etc..., et s'il n'a pas été exécuté, il peut voir si cette inexécution est ou non justifiée.

D'autre part, la cote officielle a une utilité d'un intérêt général : elle fait connaître au public la tenue générale du marché, ou simplement la tendance d'un groupe. C'est ainsi que le capitaliste, en étudiant les variations de la cote sur une valeur à différentes époques, peut se rendre compte des phases de prospérité ou de fléchissement d'une entreprise. Il pourra étendre cette étude à un groupe d'industries ou même à l'ensemble d'un pays ; notamment, en observant les variations de cours des rentes ou fonds publics, il verra la confiance ou la méfiance que les porteurs ont vis-à-vis du gouvernement. La cote, à ce point de vue, a donc une valeur documentaire extrêmement importante.

★
★ ★

La cote officielle, soit à la Bourse des marchandises, soit à la Bourse des valeurs, est dressée chaque jour sous la surveillance de la Commission de la Bourse par les soins de son *Comité de la Cote*. Elle est arrêtée et affichée au moment de la fermeture de la Bourse.

La cote indique : 1^o Les cours successifs des opérations traitées pendant la journée ; 2^o Les cours de clôture et d'ouverture, ainsi que les cours moyens d'ouverture et de clôture dans la Bourse des marchandises (1) ; 3^o Les derniers cours de la veille.

★
★ ★

Dispositions spéciales relatives à la cote officielle des valeurs :

Pour interdire l'accès du marché officiel à toutes les valeurs qui ne présentent pas de sérieuses garanties, le règlement (2) contient des dispositions concernant l'admission à la cot .

La demande d'admission est adressée par écrit au Président de la Commission de la Bourse accompagné : 1^o D'un exemplaire de l'acte d'association, des statuts et, éventuellement, d'une copie de l'acte d'autorisation ; 2^o Du prospectus d'émission dûment signé par les personnes responsables, si les titres ont donné lieu à une souscription publique ; 3^o Du

(1) Voir *supra*, p. 310.

Il est interdit de coter officiellement des opérations portant sur une échéance éloignée de plus de douze mois (D. 5 novembre 1927, art. 44).

(2) D. 8 novembre 1909, modifié par les décrets du 25 avril 1910 et 27 mars 1912, art. 21.

bilan des exercices antérieurs ; 4^o D'un spécimen des titres ; 5^o De tous les autres documents officiels permettant de se rendre compte de la situation de la Société (1).

Les fonds d'État égyptiens sont admis de plein droit (2). Les fonds d'État étrangers sont inscrits sur décision de la Commission.

Le règlement, malgré la suspension du marché à terme en valeurs, contient des dispositions prohibitives concernant la cote à terme (art. 24). Nous nous bornons à les signaler :

Ne sont pas admis à la cote à terme : 1^o Les titres dont le montant émis et entièrement libéré est inférieur à L. E. 40.000 ; 2^o Les actions d'une Société n'ayant pas fait l'objet d'une souscription ou émission publique, à moins que ladite Société n'ait publié les bilans d'au moins trois exercices annuels ; 3^o Les obligations de Sociétés dont les actions ne figurent pas à la cote officielle ; 4^o Les titres dont le prix nominal est de 100 francs (or), et qui ne sont pas entièrement libérés, ainsi que les titres dont le prix nominal est supérieur à 100 francs, et qui ne sont pas libérés d'au moins 100 francs ; 5^o Les titres dont l'émission aurait été chargée d'une majoration autre que celle motivée par les frais d'émission, à moins que la majoration ne représente une prime portée à l'actif de la Société.

Pour les valeurs étrangères, elles ne peuvent être admises à la cote du terme, quelle que soit leur valeur nominale, sans

(1) Le nouveau projet exige de plus que « s'il s'agit d'une Société nouvellement constituée, quelle que soit sa nationalité, de la justification d'une souscription publique au pair en Égypte d'au moins 10 % de son capital. »

(2) Ainsi que les obligations des municipalités d'après le nouveau projet.

que toutefois elle puisse être inférieure à 25 francs (or), à la condition qu'elles soient admises à la cote officielle des Bourses de leur pays d'origine. Ces titres doivent être entièrement libérés, si leur valeur nominale est de 100 francs ou inférieure à 100 francs, et ils doivent être au porteur si la Société n'a pas de bureau de transfert en Égypte (1).

Tous les titres qui ne sont pas admis à la cote à terme ne peuvent être traités qu'au comptant (art. 25).

La Commission de la Bourse inscrit à la cote tous les titres dont la demande d'admission est régulière. Toutefois elle peut par une décision motivée, refuser l'inscription, sauf recours par la Société devant le Tribunal de Commerce qui statue en dernier ressort en Chambre de Conseil. Le même

(1) C'est le texte modifié en 1912. L'ancien texte de 1909 frappait à cet égard les titres non libérés de 100 francs. Il a eu pour résultat l'élimination du marché à terme de valeurs excellentes et fermait le marché égyptien à toutes les valeurs qui seraient émises dans des pays où la loi autorise, contrairement à la loi égyptienne, les coupures de moins de 100 francs (or), les actions de 25 francs ou même de 10 shillings en Angleterre. Comme ce texte était violé, les opérations à terme ont été faites journellement sur des actions non libérées de 100 francs (bien entendu ces opérations ne figuraient pas à la cote), et devant la protestation des maisons financières, spécialement celles de la place de Londres, la modification s'imposa. (Voir *The Financial Times*, 15 septembre 1910 ; *The Stock Exchange Gazette*, 22 septembre 1910 ; *The Financial News*, 15 septembre 1910 et la *Bourse égyptienne*, 18 septembre 1910.)

En ce qui concerne ces valeurs étrangères, le projet actuel dispose qu'elles ne pourront être admises à la cote (du terme ou du comptant) : 1^o que si l'acte constitutif de la Société qui en fait la demande n'est pas en contradiction avec les dispositions législatives en vigueur ; 2^o que si leur valeur nominale n'est pas inférieure à la contre-valeur de L. E. 1 environ, à la condition qu'elles soient admises à la cote officielle des Bourses de leur pays d'origine. Ces titres doivent être libérés au moins de la contre-valeur d'une Livre égyptienne environ et ils doivent être au porteur, si la Société n'a pas de bureau de transfert en Égypte.

recours appartient au Commissaire du gouvernement contre les inscriptions faites par la Commission (art. 26).

Dans la pratique, on a toujours traité en Bourse divers titres de sociétés qui ont leur centre exclusif ou un siège important d'exploitation en Égypte, bien que ces valeurs n'étaient pas cotées officiellement (1). Il eût été anormal que ces Sociétés qui constituent des organismes vivants dans les ressources du pays, pussent échapper, quant à la vente de leurs titres, à tout contrôle dans le pays même où elles vivent et où elles ont leur centre d'exploitation.

En raison de l'importance que ces négociations ont prises au cours des dernières années, le gouvernement s'est préoccupé de contraindre ces Sociétés à faire coter officiellement leurs titres. C'est ainsi que les Commissions des Bourses des valeurs du Caire et d'Alexandrie, déférant à des instructions du Ministère des Finances, ont pris la décision d'interdire à l'avenir toute négociation en Bourse de nouveaux titres avant leur admission à la cote officielle (2).

Le nouveau règlement contiendra un texte conforme (3).

(1) V. *Journal des Tribunaux mixtes*, 26 avril 1927 : « La réglementation des Bourses et la négociation des valeurs non cotées », p. 3.

(2) Pour ne pas jeter des perturbations sur le marché, on a donné un délai de 6 mois (qui a expiré le 1^{er} juin 1927) pour demander l'admission des titres traités jusqu'à ce jour et non officiellement cotés. Passé ce délai, c'est l'interdiction de négociation.

(3) Le projet présenté par la Commission de la Bourse du Caire dispose comme suit : « Ne pourront être traités en Bourse librement que les titres qui auront été régulièrement admis à la cote officielle. » La demande d'admission d'une valeur devra être adressée par la Société intéressée elle-même.

QUATRIÈME PARTIE

FONCTIONNEMENT

CHAPITRE PREMIER

EXPOSÉ GÉNÉRAL SUR LA TECHNIQUE DES OPÉRATIONS DE BOURSE

SECTION PREMIERE

LES OPÉRATIONS DE BOURSE.

LA DISTINCTION

ENTRE MARCHÉ AU COMPTANT ET MARCHÉ A TERME.

MARCHÉ EFFECTIF.

Nous parlons ici des opérations de Bourse sur valeurs et sur marchandises ; les pures opérations de Bourse sur marchandises tendent, de plus en plus, à s'identifier avec les opérations de Bourse sur les valeurs (1).

On entend par *opérations de Bourse (lato sensu)*, un certain nombre d'actes juridiques, presque toujours des contrats de vente, qui répondent aux besoins généraux du commerce de Bourse, et qui lui sont particuliers (2).

(1) On peut consulter avec intérêt et profit : Paul LEROY-BEAULIEU. — *L'Art de placer et gérer sa fortune* (1920, nouvelle édition entièrement refondue par MM. Maxime Renaudin et Edward Payen.)

(2) On peut retenir comme définition des opérations de Bourse, *stricto sensu*, la disposition de l'article 12 de la loi autrichienne du

En fait, cette notion est actuellement assez précise ; l'influence commune des usages de la Bourse en général, et les exigences des rapports internationaux, ont eu pour conséquence que les *pures opérations de Bourse* se présentent partout sous des formes typiques, presque identiques fort voisines tout au moins.

Si nous laissons de côté les *marchés effectifs en marchandises*, qui jouent encore un rôle important, mais qui sont plutôt des opérations en Bourse que des opérations de Bourse, le trafic de Bourse semblera s'identifier avec un trafic sur espèces fixes, et trouver sa plus haute expression dans le *marché à terme de Bourse*.

Selon une distinction fort ancienne, toute opération de Bourse serait une opération *au comptant* ou une opération *à terme* (1).

Les opérations au comptant sont, comme le nom l'indique, des ventes moyennant *un paiement immédiat*. Mais il faut préciser le mot « immédiat ». Dans le langage courant, une vente est au comptant quand le prix est payé lors de la convention ; en matière de Bourse, les opérations au comptant sont celles où *le paiement est fait lors de la livraison* qui ne doit être postérieure à la convention que d'un temps très bref. En somme, rien n'est fait *positivement* au comptant, mais tout est fait très vite, et les deux obligations, — celle du vendeur et celle de l'acheteur, — s'exécutent en

1^{er} avril 1875, qui est ainsi conçu : « On doit considérer comme opérations de Bourse, les opérations qui ont été conclues dans le local public de la Bourse, aux heures de Bourse, sur les objets qui sont admis au marché et à la cote en cette Bourse. »

(1) « *Cash* » ou « *Futures* » en anglais, et « *Komptantgeschæft* » ou « *Zeitgeschæft* » en allemand.

même temps. Le délai est nécessaire parce que les opérations se font par des intermédiaires qui, après avoir trouvé un vendeur ou un acheteur, peuvent avoir besoin de quelques jours pour obtenir de leur client, le prix des marchandises ou valeurs achetées ou vendues.

Les opérations à terme sont celles où la livraison translatrice de propriété, et le paiement, sont tous deux reportés à un jour ultérieur, fixé le jour de l'opération. Donc, comme celles au comptant, le paiement et la livraison *sont concomitants* (1).

Normalement, le cours du terme est plus élevé que le cours du comptant, et c'est là, un phénomène qui s'explique psychologiquement, parfaitement bien : l'ambiance est habituellement plus favorable à la hausse qu'à la baisse. C'est une constatation de fait, devant laquelle il faut s'incliner (2).

Dans ce cas, on dit que *le terme est en report sur le comptant*. Cependant la situation inverse peut se présenter, et il peut arriver que le terme soit à un cours inférieur à celui du comptant, et on dit qu'il y a *déport* ; par exemple, il y a eu fortes ventes à découvert, les baissiers s'aperçoivent qu'ils ont pris une voie dangereuse, et ils se hâtent de se couvrir par des achats au comptant ; d'où, pour le comptant, un

(1) Il ne faut pas confondre le marché à terme avec la *vente à crédit*. Dans le marché à terme, c'est pour les deux parties, aussi bien pour le vendeur que pour l'acheteur, que l'exécution est différée ; l'acheteur n'est pas tenu de payer immédiatement, mais le vendeur n'est pas tenu non plus de livrer immédiatement. Au contraire, dans la vente à crédit, l'exécution n'est différée que du côté acheteur, le vendeur doit exécuter sans délai.

(2) Encore, bien que l'opération ne doive se liquider qu'à une date ultérieure, la valeur du titre augmente plus on se rapproche de l'échéance du coupon. V. THALLER et PERCEROU. *Op. cit.*, n° 929.

bond en avant et l'avènement d'une période où les cours du comptant sont supérieurs à ceux du terme.

Nous avons vu que la livraison immédiate des marchandises ou valeurs est, à la Bourse, presque impossible ; dès lors, la démarcation entre opérations *au comptant* et opérations *à terme* ne paraît ni très claire, ni très nette. Les difficultés pourront surgir, dans un cas, qui est en vérité presque hypothétique : quand le transfert des titres et le paiement sont remis à une époque qui est un jour d'échéance pour les opérations « à terme », et que l'on ne saurait rien induire des quantités sur lesquelles on a opéré.

La distinction entre *marchés effectifs* et *marchés à terme*, a une tout autre portée ; les marchés à terme de Bourse sont bien généralement ceux où le jour d'échéance est fixé d'une façon précise ; mais, ce qui est beaucoup plus caractéristique, c'est l'existence de tout un système de clauses fixes suffisamment générales pour permettre à un grand nombre de personnes d'opérer sur ces désignations, suffisamment précises pour que les parties n'aient point forcément à en modifier ou à y ajouter quelque trait (1).

On peut considérer, en fait, comme caractéristiques, les habitudes d'opérer à une date, toujours la même, sur une quantité fixée, et dans les opérations à terme sur marchandises, celle d'opérer sur des types fixés selon ou par les usages. Ces divers éléments permettent d'ordinaire de distinguer les opérations *effectives* des opérations à terme de Bourse (2).

(1) V. *infra*, dans les annexes, les notes-contrats.

(2) D'ailleurs, une telle distinction n'a que fort rarement un intérêt pratique, si elle permet seule de saisir la technique du trafic de Bourse.

Les opérations de Bourse se font, selon les convenances des intéressés, à un « cours fixe », au « cours du jour », au « cours moyen », au « premier cours », au « dernier cours », ou « au mieux ». Un marché se fait à un *cours fixe*, lorsque le client a déterminé invariablement le prix auquel doit être fait pour lui l'achat ou la vente. Un marché se fait au *cours du jour*, lorsque le client en laissant toute liberté à son intermédiaire quant au prix, s'est borné à lui donner l'ordre de vendre ou d'acheter à l'un des cours du jour. La négociation se fait au *cours moyen* lorsqu'un client a donné l'ordre d'acheter, ou de vendre pour lui, à un prix également distant du plus haut et du plus bas cours d'un certain jour (1).

Les marchés sont dits au *premier* et au *dernier cours*, quand le client a chargé son intermédiaire d'acheter ou de vendre au prix qui sera coté à l'ouverture ou à la clôture de la Bourse de tel jour. Enfin le client, en donnant à son agent l'ordre *au mieux*, lui laisse la liberté de lui appliquer le cours le plus favorable (2).

(1) En cours de Bourse, le titre avait fait : 600-625-650 fr., le vendeur était assuré de la vente de son titre au cours moyen ; on additionne les cours cotés en Bourse, et l'on divise par le nombre de cours, ce qui dans cet exemple fait : 1.875 divisé par 3, soit 625 fr.

A la Bourse des valeurs de Paris, il est dressé, chaque jour, un tableau donnant le « *cours moyen* » de toutes les valeurs cotées au comptant durant la Bourse. (V. Règlement intérieur de la Compagnie des Agents de Change de Paris. Art. 144.) Mais depuis le 15 janvier 1920, les agents de change de Paris n'acceptent plus d'ordres d'opérer au « cours moyen », sauf pour les rentes françaises.

(2) Mais cette façon ne donne pas toute garantie au client, car rien n'empêche l'agent de change d'avoir vendu le titre 650 francs par exemple, et de donner au client le chiffre de 600 francs, si ce dernier chiffre a également été coté. Ainsi, dans le cas d'ordre « au mieux », il est d'usage que l'agent traite au premier cours, afin d'éviter que son

SECTION II

LES MARCHÉS A TERME DE BOURSE :
 LEUR VRAIE NATURE ÉCONOMIQUE ;
 LA NOTION JURIDIQUE DE FONGIBILITÉ.
 LES MARCHÉS A LIVRER.

Les indications générales que nous nous plaisons à donner ici ne sauraient être saisies sans un exposé sur la nature du marché à terme, exposé qui trouvera son développement à propos des marchés à terme en valeurs, et des marchés à terme en marchandises.

La technique du marché à terme de Bourse repose sur la notion juridique de *fongibilité*. Cette notion, née avec la Bourse, s'est développée avec elle ; elle arrive à son entier épanouissement avec le marché à terme qui se présente comme le couronnement d'une longue évolution.

C'est l'extension, au droit de la Bourse, d'une transformation depuis longtemps réalisée dans la théorie générale des contrats. L'influence de la prestation, élément matériel, s'atténue de plus en plus, au profit de la convention, élément intellectuel (1).

client puisse lui reprocher de lui appliquer un cours ultérieur moins favorable.

V. sur l'ensemble de la question : SELLIER : *Des Justifications à fournir aux clients par les intermédiaires de Bourse*.

(1) « Les législations primitives, écrit M. ESMEIN, écartent instinctivement les fines analyses auxquelles sont impropres les esprits des hommes à qui elles commandent ; elles n'osent sanctionner une convention que lorsqu'un signe matériel extérieur, dont chacun comprend la portée, est venu attester que le consentement était sérieux, et l'obli-

Cette notion de la *fongibilité* a sa source dans la pratique, dans les exigences même de la vie commerciale. Sans doute, depuis bien longtemps, les juristes avaient établi une distinction entre les choses fongibles et les choses non fongibles ; ils avaient séparé les dettes de genre et les dettes de corps certains : mais la controverse sur les effets découlant de ces différences était plutôt théorique que pratique. Bien des codes modernes n'ont, à ce sujet, qu'une conception très vague ; les uns (1) assimilent les choses fongibles à celles qui se déterminent au nombre, à la mesure, au poids ; les autres (2), les confondent avec les choses consommables pour le premier usage. Ces divergences doctrinales, ces incertitudes législatives proviennent de ce que la fongibilité naturelle a toujours été négligée en raison de sa rareté d'application.

Mais ce principe, ce rapport d'équivalence entre deux choses, en vertu duquel l'une peut remplir la même fonction libératoire que l'autre, devait recevoir de la volonté des parties une extension considérable. C'est pour la fongibilité conventionnelle, en effet, que les opérations de Bourse ont acquis une souplesse extraordinaire. Suivant le droit commun, la conclusion d'un contrat met en rapport des individus déterminés d'une façon précise qui en discutent les clauses et en arrêtent les termes ; son exécution soulève fréquemment des contestations relatives à la qualité de la marchandise stipulée, à sa quantité, au mode et au délai

gation formée. » — *Études sur les contrats dans le très ancien Droit français*, p. 8.

(1) Code civil allemand, art. 91.

(2) Code civil hollandais, art. 561, et Code civil espagnol, art. 337.

de livraison. Il résulte de là que l'acheteur et le vendeur auront de la peine à transmettre à des tiers la situation juridique créée par eux : il faut, en effet, que la personne à qui l'un des cocontractants cède ses droits et ses obligations, ait besoin pour la même époque du même produit.

Le marché à terme de Bourse, au contraire, va dépouiller les relations juridiques de tout élément individuel et concret ; il organise un type immuable et abstrait, dont il règle tous les traits essentiels. Les deux parties adhèrent à ces conditions d'opérations, arrêtées une fois pour toutes (1).

Dans cette notion de la fongibilité en matière du marché à terme, une chose retient l'attention : la plupart des auteurs nous parlent, dans ce domaine, presque exclusivement de la *fongibilité* des valeurs et marchandises. Ne trouve-t-on pas qu'il est plus exact de parler en premier lieu, non de la fongibilité des valeurs et marchandises, mais de la *quasi-fongibilité* des obligations résultant des contrats identiques, dont la conséquence est la quasi-fongibilité des personnes. Cette fongibilité des choses, — bien qu'elle soit originellement essentielle, — ne suffit nullement à nous faire saisir ce qu'est un marché à terme.

Deux ou plusieurs contrats passés à des conditions identiques, sur des qualités identiques, pour des quantités identiques, sont identiques.

Supposons que Pierre opère avec Paul, Paul avec Robert, Robert avec Jack, sur la base de contrats identiques. En

(1) Retenons ici la définition, donnée par Cohn, des marchés à terme, « marchés dans lesquels toutes les conditions sont stéréotypées, excepté une seule, le prix ». (Voir not. *Die Børse und die Spekulation. Sammlung gemeinverstaendlicher Vorträge* III^e série, Berlin 1868).

droit commun, Pierre peut refuser d'être abouché directement avec Jack ; il a contracté avec Paul et ne connaît que lui, tandis qu'il ignore la mesure de solvabilité de Jack, et s'il est effectivement en mesure de livrer les marchandises de la qualité exactement demandée. Mais que l'on prouve à Pierre que les risques d'insolvabilité de Jack sont minimes ; qu'il s'aperçoive que Paul a contracté avec Robert pour *se couvrir*, et enfin qu'il apparaisse avantageux à Pierre d'avoir, dans ses relations commerciales, des liens plus légers, de posséder tout un système de liquidation basé sur l'identité des contrats, et l'on admettra couramment les principes de la quasi-fongibilité des dettes identiques, et de la quasi-fongibilité des personnes, ou plus généralement de certaines personnes.

La notion de *fongibilité* tend à supprimer celle d'*individualité* des objets et des parties contractantes. Les liens unissant les deux contractants ne reçoivent, au point de vue de droit, aucune atteinte immédiate ; chacun ne connaît que sa propre contre-partie. Mais à l'échéance apparaîtra, par entente commune, un système plus ou moins complexe : ce sera parfois un vrai transfert de propriété à l'aide de titres endossables ou au porteur, les parties résolvant ainsi directement, de proche en proche, leurs obligations ; ce sera, plus souvent, le passage de mains en mains d'une annonce de livraison qui crée une seule obligation nouvelle, celle de l'émetteur de filière vis-à-vis de tout réceptionnaire éventuel qui payerait une certaine somme, et permet un règlement rapide sous la condition que le vendeur, qui veut livrer, recevra bien son prix ; ce sera encore une sorte de liquidation centralisée avec délégations et règlements qui, tout

d'abord provisoires, deviendront définitifs lorsque le réceptonnaire aura reçu les titres, et l'émetteur son prix d'achat.

Une dernière observation s'impose : en Bourse des marchandises, les opérations à terme sont qualifiées « marchés à livrer (1) ». Mais dans le langage des commerçants, la dénomination de *marché à livrer* est détournée de ce sens ; pour mieux dire, elle est plus spécialisée. En pratique, les marchés de spéculations sur les produits, alcool, blé, coton, graines de coton, etc... sont appelés *marchée à terme*, tout comme ceux qui portent sur les valeurs. Les marchés à livrer sont, en effet, ceux qu'on traite en dehors des règlements de Bourse, par conventions particulières, avec un correspondant ou un fournisseur connu, sur l'indication précise du type de marchandises, ils alimentent l'industrie ; au contraire, le « terme » conduit plus fréquemment à une liquidation par différence.

SECTION III

LES DIVERSES MODALITÉS DES MARCHÉS A TERME.

Les opérations à terme, que nous avons envisagées dans leur manifestation la plus simple, comportent des *modalités* multiples : le *marché ferme*, le *marché à prime* et le *report*. Ces modalités sont trop connues et ont une trop grande importance, pour que nous les passions totalement sous silence dans notre travail.

(1) C'est d'ailleurs l'expression dont se sert la loi française du 28 mars 1885, art. 1^{er}.

§ 1. — LE MARCHÉ FERME.

Les opérations *fermes* sont des opérations à terme pures et simples, qui ne comportent point de résiliation : elles engagent, à la fois, le vendeur et l'acheteur pour une échéance donnée, à laquelle le premier livre ses titres (ou marchandises), et le second son argent, au prix convenu (1).

(1) En matière de Bourse, le mot « ferme » est pris comme adjectif ; il qualifie les marchés par lesquels l'acheteur et le vendeur à terme fixe, d'effets publics, doivent, — ce terme étant arrivé, — les payer ou livrer au prix convenu entre eux, quel que soit le cours du jour à ce moment-là. Ce sont les marchés fermes (fermes au pluriel). Employé comme substantif, le mot « ferme » désigne l'engagement lui-même. On dira : je préfère acheter plutôt du ferme que des primes. Achetez le ferme et vendez la prime. Le vendeur se couvre en rachetant son ferme vendu.

Le mot « ferme », comme adverbe, précise le dénouement d'un marché conditionnel. Lorsque, à l'échéance d'une opération à prime, l'acheteur veut prendre livraison des titres, il déclare au vendeur qu'il lève la prime (expression que nous verrons plus loin). Par ce fait, l'acheteur convertit sa position, de conditionnelle qu'elle était, en un engagement ferme. Les titres achetés à prime deviennent donc des titres achetés ferme ; l'acheteur en est désormais : acheteur ferme, et le vendeur : vendeur ferme.

L'expression consacrée : prendre ferme (ferme étant adverbe) est l'opposée de celle « prendre à prime ou à option » (voir plus loin). On dira, par exemple : La Maison Rothschild a pris l'emprunt japonais moitié ferme et moitié à option. Ici, prendre ferme, laisse supposer un terme de paiement quelconque, sans cela, s'il s'était agi de titres livrables tout de suite, on aurait dit simplement : acheté comptant. On détermine enfin, par cet adverbe, la nature d'une opposition prise ou à prendre. On dit : je suis acheteur ferme, nous sommes vendeurs ferme (ferme au singulier). De même : achetez 25 actions ferme. Ces titres ont été achetés ferme le même jour.

Remarquons que dans les divers emplois du mot (ferme), cette expression de Bourse comporte toujours une échéance de règlement, aussi s'applique-t-elle exclusivement aux opérations à terme ; elle ne sera jamais utilisée pour qualifier des engagements au comptant. V. S. Robert MILLES. — *La Grammaire de la Bourse*, pp. 200-201.

Chacune des parties, dans le marché ferme, assume un risque illimité ; si fort que soit l'écart dans les cours, elle en subira l'effet. Le seul moyen de limiter le risque, c'est de contre-opérer ; le second marché fait, tout nouveau changement des cours devient indifférent à l'opérateur. A partir de ce moment, il a balancé sa position.

En droit français, l'acheteur, dans le marché à terme, dispose d'une prérogative, sans qu'il ait eu besoin de la stipuler. Mais elle ne s'étend pas au vendeur. C'est la *faculté d'escompte* (D. 7 octobre 1880, art. 63).

L'acheteur jouit, en effet, du droit d'exiger l'exécution du marché avant l'échéance prévue, c'est-à-dire qu'avant fin prochain, par exemple, il peut tenir ce langage au vendeur : « J'ai les fonds, remettez-moi les titres, je paie immédiatement. » C'est là une faculté qui ne s'explique pas au point de vue juridique, car c'est une atteinte portée au caractère obligatoire de la convention. D'ailleurs, on ne voit pas pourquoi, du moment qu'elle est reconnue à l'acheteur, une pareille faculté ne serait pas également octroyée au vendeur. Pratiquement, cette faculté d'escompte est un moyen de pression que le Gouvernement Français avait entendu se réserver, pour faire monter les cours des Rentes sur l'État. Dans une période de crise, où les cours s'affaissent, et où les ventes à terme se multiplient (1), le gouvernement obtient des acheteurs qu'ils usent de la faculté d'escompte. Ceux-ci réclament brusquement la livraison des titres ; comme les vendeurs à découvert ne les ont pas, ils sont obligés de se précipiter en Bourse pour racheter, et cet afflux

(1) Ces ventes sont, le plus souvent, faites à découvert.

de demandes fait naturellement remonter les cours ; la crise est provisoirement enrayée.

§ 2. — LE MARCHÉ A PRIME.

Les *opérations à prime* (1) sont des opérations à terme avec le droit, acquis par une personne moyennant une bonification du prix, de se dégager des liens du contrat. Une telle prime joue le rôle d'une prime d'assurance : elle permet de s'assurer contre les conjectures défavorables par la limitation précise des risques.

On appelle opérations avec *primes pour livrer*, celles où l'acheteur, opérations avec *primes pour recevoir*, celles où le vendeur, ont complète liberté d'allure, quitte à perdre la prime tandis que l'autre partie se trouve définitivement engagée (2).

Ainsi l'acheteur (ou le vendeur), par exemple, pourra à l'arrivée du terme, selon sa volonté, ou exiger la livraison des titres, ou dénoncer le marché en payant une somme fixée à l'avance, comme sorte de dédit. En cas de baisse, l'acheteur peut donc limiter sa perte en abandonnant la prime au vendeur. Pour le vendeur, au contraire, la prime

(1) V. DICONNE. — *Des Marchés à prime dans les Bourses de valeurs* (Thèse Paris, 1907).

MASSEBŒUF. — *Les Marchés à prime dans les Bourses de valeurs* (Thèse Paris, 1923).

DESROCHES. — *La Spéculation mathématique à la Bourse* (Étude sur les marchés à primes).

(2) Auprès des Bourses françaises (contrairement à ce qui est en Égypte), le droit de résilier n'appartient qu'à l'acheteur. A l'égard du vendeur, le contrat est nécessairement ferme.

représente le maximum de son bénéfice ; sa perte possible est illimitée.

A achète, pour fin courant, 100 actions Padang à 1.800 francs, moyennant une prime de 50 francs par action, ce qui s'énonce en Bourse 1.800 *dont* 50, et s'écrit 1.800/50. Si, fin courant, les titres cotent 1.750 francs, il *abandonne la prime*, soit 5.000 francs, car s'il fallait qu'il liquide en revendant les titres achetés, il perdrait 70 francs par titre, soit 7.000 francs. Si, au contraire, les titres cotaient 1.820 fr., il *lèverait la prime*, c'est-à-dire il prendrait l'opération ferme, et revendrait les titres pour 182.000 francs, soit 2.000 francs de bénéfice.

Il y a toujours une séance de Bourse la veille de l'échéance du marché, qui est consacrée à recevoir la décision prise ; c'est ce qu'on appelle : *la réponse des primes*. Suivant que le cours pratiqué dans cette séance est inférieur ou supérieur au *pied de la prime*, c'est-à-dire au cours d'achat diminué de la prime, la prime sera abandonnée ou levée.

A a acheté 25 Transvaal Land à 375 francs dont 20 francs. Le *pied de la prime* est 375 moins 20, ou 355. Si la *réponse des primes* a lieu au-dessous de ce cours, il *abandonne la prime*, soit 500 francs, et il réduit ainsi sa perte au minimum. Si elle a lieu au-dessus de 375, prix d'achat, il *lève la prime* et revend les titres avec bénéfice. Si elle a lieu entre 355, *pied de la prime*, et 375 prix d'achat, il *lève la prime* et revend les titres ; il est en perte, mais cette perte est encore inférieure au montant de la prime, qu'il a donc intérêt à ne pas abandonner.

Étant donné l'avantage que le marché à prime procure,

à savoir la faculté de résilier le marché, si les choses se trouvent avoir mal tourné à l'échéance, il est normal que le cours du marché à prime soit au-dessus du cours du marché à terme ordinaire. L'acheteur achète les titres plus cher que ne le comporteraient les cours du ferme, précisément parce que le marché lui réserve une faveur particulière, celle de pouvoir, à l'échéance, notifier au vendeur, qu'il considère le marché comme résilié. Il y a d'ailleurs un autre élément qui intervient dans la fixation du cours du marché à prime, c'est le montant même de la prime. Tantôt le marché se traite dont 50, tantôt il se traite dont 100, dont 200, etc. Cela signifie que l'acheteur devra payer une prime plus ou moins élevée pour pouvoir demander la résiliation du marché. Dès lors, si la prime est peu élevée, par exemple s'il s'agit d'un marché dont 50, par là même le prix de vente des valeurs sera plus élevé, parce que l'avantage conféré à l'acheteur est encore plus sensible que si le marché était fait dont 100, dont 200, etc. (1).

Toutes les combinaisons auxquelles peuvent donner lieu

(1) A première vue, un marché à prime est surtout avantageux pour l'acheteur (lorsque le *dédit* est stipulé en sa faveur), dont les échéances de gain sont théoriquement illimitées, alors que ses risques de perte sont limités à la prime. Inversement, les chances du vendeur sont limitées à la prime, et ses risques sont illimités. L'équilibre est en quelque sorte rétabli, du fait (comme nous disons ci-dessus) qu'avec prime une valeur est vendue plus cher. La différence entre les cours du ferme et les cours de la prime s'appelle « *l'écart* ». Celui-ci, inversement proportionnel à la valeur de la prime, est assez faible quand le marché est calme ; il est, par contre, important quand le marché est effervescent. Si le Rio ferme cote 6.100, et le Rio dont 100 cote 6.500 fr., il est évident que l'acheteur à prime ne sera en bénéfice que lorsque le ferme dépassera à son tour 6.500 : c'est pourquoi les marchés à prime, bien qu'ils paraissent séduisants, présentent des dangers assez sérieux.

les marchés à prime sont extrêmement diverses, et souvent fort complexes (1).

Les *stallages* (2) permettent à l'opérateur de se déclarer, à la liquidation, vendeur ou acheteur à son choix, et se décomposant en achats et en ventes combinés, avec une alternative de résiliation pour l'achat, si c'est en faveur de la vente que l'opérateur doit se prononcer, et inversement (2).

Les *facultés* sont celles où on acquiert le droit d'acheter ou de vendre au même prix, une, deux, trois... fois plus des quantités de titres ou de (marchandises) traités.

D'ailleurs les spéculateurs professionnels combinent leurs opérations fermes et à prime, suivant l'état du marché. Le principe général de ces opérations complexes consiste à *se couvrir* d'une vente par une opération inverse à prime, en sorte que le spéculateur, s'il réduit sa marge de bénéfice, s'assure plus ou moins complètement contre un mouvement inattendu.

On croit à la baisse. On vend du ferme en achetant simultanément une prime. Si la baisse attendue se produit, le bénéfice est diminué de la prime que l'on abandonne. Mais si, par contre, la hausse survenait, je ne perdrais que l'écart entre le prix du ferme et celui de la prime.

D'autres combinaisons sont assez souvent pratiquées :

(1) MICHAELIS dit que « si on faisait défiler toutes les multiples combinaisons et métamorphoses qui seraient possibles avec les marchés à prime, on croirait regarder dans un kaléidoscope qui présenterait des images toujours nouvelles. » (*Die wirtschaftliche Rolle volkswirtschaftlichen Schrifte*, t. II, p. 35.)

(2) C'est une combinaison de prime à recevoir et de prime à livrer : l'acheteur de la « stellage » acquiert le droit, soit d'acheter à un prix 500, soit de vendre à tel autre 550. D'ailleurs, il ne faut pas confondre « double prime » et « stellage ».

achat d'une grosse prime contre vente simultanée d'une plus petite, vente de ferme contre l'achat d'une quantité double de prime, etc. (1).

§ 3. — LE REPORT.

Le *report* (2) est une opération à terme supposant, à la différence des autres, un marché plus ancien dont elle forme la suite (3). Il se traite nécessairement au moment d'une liquidation, ce qui le distingue des autres opérations de Bourse.

Il s'agit ici d'une opération que l'analyse juridique présente sous une forme assez complexe, mais qui, cependant, dans ses grandes lignes, est au fond assez simple.

Supposons qu'on se trouve en présence d'un spéculateur à la hausse (4) : croyant que les cours allaient monter, —

(1) Pour les opérations complexes au point de vue pratique, voir S. Robert MILLES, *La Grammaire de la Bourse*, p. 377 et s.

(2) V. PRAT (Eugène-Marie de). — *Des Reports* (Thèse Paris, 1886).

ALLIX. — *Des Reports dans les Bourses de valeurs* (Thèse Paris, 1900).

GUILMARD. — *Les Reports en Bourse et la loi du 28 mars 1885*.

DUFOURMANTELLE. — *Les Reports en Bourse. Théorie. Jurisprudence*.

(3) Distinguons dès maintenant soigneusement « report » et « prolongation » ; celle-ci est le prolongement d'une opération conclue entre les contractants primitifs ; le report, comme nous allons voir, suppose l'intervention d'une tierce personne : dans le premier cas, l'opération conserve son caractère primitif (contrat de vente, généralement), le moment de l'exécution du marché étant seul retardé ; dans le second, il se forme un nouveau marché qui est une combinaison d'un achat et d'une vente.

(4) Comme nous nous bornons ici à une analyse très succincte des principales modalités du marché à terme, nous laissons de côté le cas où c'est un vendeur qui désire continuer une campagne de baisse, et où, par suite, le report se réalise à l'aide d'un achat au comptant

espoir caressé par tous les acheteurs à terme, — il a, par exemple, acheté 25 Suez au cours de 13.000 francs l'action, à terme, pour fin courant. A l'échéance, il s'aperçoit que ses prévisions ne se sont pas réalisées. Alors qu'il pensait que les cours allaient monter, il se trouve qu'ils ont baissé. Si les cours avaient monté, et par exemple le Suez était passé à 14.000 francs, il n'aurait qu'à prendre livraison, et il réaliserait un bénéfice de 25.000 francs. Mais les cours ont baissé et le Suez ne vaut plus que 12.000 francs. Le spéculateur est dans l'embarras, d'autant plus qu'il croit prévoir que la baisse est passagère, et que c'est la hausse qui aura le dernier mot. Au surplus, comme la plupart des opérateurs à terme, il n'a pas de disponibilités immédiates pour prendre livraison des titres et solder son vendeur. En somme, c'est un spéculateur qui désirerait pouvoir poursuivre l'opération sans bourse délier.

Ce moyen va précisément lui être fourni par l'opération du report. D'une manière générale, le report consiste en ceci: il y a un capitaliste qui a des fonds disponibles. Ce capitaliste va mettre à la disposition du spéculateur les fonds nécessaires pour payer son vendeur et, d'autre part, le vendeur va remettre les 25 Suez au capitaliste, en garantie de ses avances. Pour compléter l'opération, ce dernier, ainsi prêteur de fonds, va prendre vis-à-vis du spéculateur à la hausse, ou acheteur, la position du vendeur primitif. Pour rémunération de ses avances, il exigera un certain intérêt ; ce sera *le prix du report*, autrement dit *l'écart* entre le terme et le comptant. De la sorte, le spéculateur à la

accompagné d'une revente à terme. Il suppose que le cours est en déport c'est-à-dire plus élevé pour le comptant que pour le terme.

hausse, ou *le reporté*, obtient satisfaction, car finalement il n'a rien déboursé du tout, et il se trouve avoir conservé la position acheteur, relativement aux 25 Suez. Toutefois, au lieu d'avoir à faire au vendeur primitif, il a désormais à faire au capitaliste ou *reporteur*.

En prenant des chiffres, l'opération se résume en ceci : le spéculateur avait acheté au vendeur primitif 25 actions Suez au cours de 13.000 francs. A l'échéance du terme, le capitaliste prêteur lui a remis les fonds pour payer le vendeur primitif, moins les 25.000 francs de perte que le spéculateur débourse personnellement. Le même spéculateur est censé avoir revendu au capitaliste prêteur les 25 Suez au comptant au cours actuel de 12.000 francs, et les lui avoir rachetés pour fin courant, par exemple, au cours de 12.500 francs, l'écart de 500 francs par titre constituant le prix du report.

Telle est, dans ses grandes lignes, l'opération du report. Il importe maintenant d'en déterminer la *nature juridique*.

D'après une première opinion, l'opération du report serait une opération de *prêt sur gage*. Il est certain, en effet, que l'on rencontre dans cette opération de très fortes analogies avec le gage. Le capitaliste qui intervient et qui porte, dans la pratique, le nom de *reporteur*, paraît bien dans la circonstance, si on va au fond de l'opération, faire au spéculateur à la hausse, ou acheteur qui est ici le *reporté*, l'avance des fonds dont il a besoin pour liquider son premier marché. D'autre part, ce prêt serait un prêt sur gage, car le capitaliste prêteur reçoit du vendeur primitif les titres qui se trouvent en sa position, et sont destinés à garantir le remboursement des avances consenties à l'acheteur. L'opération présente donc les apparences d'un prêt sur gage.

Cependant, d'après l'opinion la plus répandue, l'opération du report s'analyse, au point de vue juridique, en *une vente au comptant, accompagnée d'un achat à terme*. On aperçoit aisément les éléments de ces deux opérations. L'acheteur (dans l'exemple que nous avons cité plus haut), est censé avoir livré des titres du vendeur primitif, et les avoir vendus au capitaliste, au cours actuel de 12.000 francs ; ceci est la vente au comptant. Il y a en même temps un achat à terme. L'acheteur, ou spéculateur à la hausse, a immédiatement racheté ces 25 Suez à terme pour fin courant, au prix de 12.500 francs.

Des deux opinions en présence, la seconde est *peut-être* (1) la seule qui soit en mesure d'expliquer les effets de l'opération, tels que la pratique les a, de longue date, admis et reconnus. En effet :

1^o Le report n'est pas un prêt sur gage, car s'il en était ainsi, le capitaliste devrait restituer identiquement les titres qu'il avait reçus du vendeur primitif. Ce sont ces titres-là, eux-mêmes, tels qu'ils étaient constatés d'après leurs numéros, qui devraient être remis finalement à l'acheteur, lors de la seconde liquidation. On sait, en effet, que le créancier gagiste n'a pas le droit de disposer de la chose donnée en gage, et de la remplacer par d'autres analogues. Or, il a été toujours admis que le capitaliste peut livrer, lors de la seconde liquidation, des titres autres que ceux qu'il avait reçus ; il suffit qu'il remette 25 actions Suez, alors même que

(1) Nous disons « peut-être » parce qu'il y a une troisième opinion (nous la verrons plus loin) qui a commencé à faire autour d'elle toute une école.

ces titres ne seraient pas les mêmes que ceux qu'il avait primitivement reçus.

2^o Le reporteur a droit aux coupons qui viennent à l'échéance dans l'intervalle des deux liquidations. Ainsi, si dans cet intervalle a figuré l'échéance de juillet, par exemple, les coupons détachés des titres Suez sont devenus sa propriété. Or, s'il y avait gage, cette solution serait inadmissible, car il est de règle que les fruits produits par la chose donnée en gage appartiennent au débiteur. Au contraire, dans l'explication de la double vente, cette solution s'explique d'elle-même, puisque le reporteur est considéré comme un acheteur au comptant ; c'est donc lui le propriétaire momentané des titres.

3^o La troisième conséquence s'explique de la même manière que les précédentes. Il est reconnu que le reporteur peut prendre part aux assemblées générales de la Société, qui seraient tenues entre les deux liquidations. Cela s'explique, si l'on admet qu'il est propriétaire pur et simple, en vertu de la vente qui lui a été consentie au comptant, et qu'il n'est simplement qu'un vendeur à terme ; étant propriétaire du titre, il exerce toutes les prérogatives de son droit de propriété. Si, au contraire, on le considérerait comme un simple créancier gagiste, cette faculté, reconnue au reporteur de prendre part aux délibérations de l'assemblée générale, ne s'expliquerait plus aussi facilement.

4^o La théorie de la vente au comptant, doublée d'une revente à terme, s'explique enfin par le fait que le reporteur a droit à la prime d'amortissement au cas où le titre vient à être amorti, et que si l'action vient à obtenir un lot dans un tirage, ce soit lui le bénéficiaire définitif du lot.

L'opération de report, ainsi définie, présente, à son tour, des analogies avec la *vente à réméré*. Comme l'opération est, en effet, une vente au comptant accompagnée d'un achat à terme, on pourrait être tenté de dire que le reporté a fait, dans la circonstance, une vente à réméré. Cependant, la principale différence avec la vente à réméré, c'est que, dans cette dernière, le rachat est une faculté pour le vendeur. Ici, c'est bien le contraire. Le report suppose sans doute une vente au comptant doublée d'un achat à terme, mais cet achat est conclu ferme, c'est-à-dire qu'à l'échéance, le reporté doit nécessairement exécuter le marché.

Il y a d'ailleurs encore d'autres différences, mais elles sont secondaires au regard de la précédente : ainsi, dans le cas de vente à réméré, le rachat peut avoir lieu à toute époque ; au contraire, dans le report, elle doit nécessairement se liquider à l'une des dates fixes que les règlements de la Bourse déterminent pour les liquidations.

Enfin, ne trouve-t-on pas qu'en matière de report, ni la thèse du *prêt sur gage*, ni celle de la *double vente*, ne donnent entière satisfaction ? L'acquisition par le reporteur de la propriété du titre est, — comme nous avons expliqué, — inconciliable avec le droit du gage. D'autre part, comme un acheteur recherche la chose à titre définitif, il est choquant de qualifier d'achat une opération dans laquelle on revend instantanément à la personne même de qui l'on tient les titres. « La véritable solution de droit, dit M. Thaller (1), est celle qui consacre au report de Bourse *une classe à part* dans l'ensemble des contrats, selon l'exemple donné par le

(1) *Op. cit.*, n° 947.

Code italien, lequel en fonde la légitimité sur l'usage, et en détermine les effets, d'après les résultats que la Bourse y attache (1). »

Ces opérations de report jouent en matière de Bourse un rôle considérable. Elles sont, en quelque sorte, la cheville ouvrière du marché. En effet, les opérateurs à terme s'éloigneraient probablement du marché, s'il leur fallait à chaque échéance avoir les disponibilités nécessaires, pour régler immédiatement, dans leur intégralité, les opérations conclues. Or, le report dispense de régler immédiatement en argent l'opération à terme dans laquelle on s'est engagé. C'est le capitaliste qui fournit les fonds dont le spéculateur a besoin (2).

Les opérations de reports s'effectuent avec plus ou moins de facilité. Cela dépend, en général, de l'abondance des capitaux sur le marché. Si les capitaux sont abondants, les reports seront faciles. Ce qui signifie que les capitalistes se montreront peu exigeants pour la rémunération des capitaux qu'ils avancent ; ils ne demanderont qu'un faible intérêt. Par cette abondance, les positions à la hausse se trouvent donc renforcées, et par là même le marché au comptant se trouve encouragé. Au contraire, s'il y a un resserrement du crédit, le prix des reports s'élève par là même.

Mais il y a encore d'autres causes qui peuvent faire varier

(1) En ce sens ALLIX. *Op. cit.* M. Thaller avait essayé encore, dans les *Annales de Droit commercial*, 1893, une autre construction plus compliquée, basée sur la subrogation des art. 1249 et s. C. civ. fr. ; elle a été combattue par MM. Muller (*Das Reportgeschoeft*, Zurich, 1896) et Allix.

(2) V. ALLIX. *Op. cit.*, p. 160 et s.

le prix des reports. Il en est ainsi, par exemple, lorsqu'il y a eu de fortes spéculations en Bourse ; certains titres ont été poussés d'une manière exagérée, et l'on peut redouter qu'un krach ne vienne à se produire. En pareil cas, les capitalistes deviennent plus exigeants pour le prix des reports. C'est qu'en effet, le placement de capitaux en report est un placement excellent pour le capitaliste, parce qu'il reçoit en garantie les titres du vendeur primitif, mais ce n'est évidemment de la sorte, qu'autant que ces titres sont solides. Or, lorsqu'il y a quelque appréhension d'une baisse subite, le capitaliste peut craindre de n'être plus couvert par la garantie de titres qui lui est affectée, et la conséquence s'ensuit naturellement qu'il devient plus exigeant. Le prix des reports s'élève en même temps que les risques augmentent.

CHAPITRE II

LE RÉGIME LÉGAL DU MARCHÉ A TERME EN FRANCE

Dans une étude de droit égyptien comparé, un pareil sujet aurait trouvé sa place, après l'exposé du système égyptien. Or, c'est en France que le législateur égyptien puise d'ordinaire ses inspirations ; dans le domaine du marché à terme, notre jurisprudence antérieure à la loi du 8 novembre 1909 a suivi les traces de l'évolution de la jurisprudence et de la doctrine en France, avant et après la loi française du 28 mars 1885.

Aussi, nous avons trouvé plus utile, avant de nous attaquer au système égyptien, de commencer par la base, et d'envisager le marché à terme en France, dans ses grandes lignes.

Dans une première section, nous étudierons le système antérieur à la loi du 28 mars 1885 : l'ancien régime, la législation intermédiaire (ou de la période révolutionnaire), et, devant le mutisme du Code de commerce de 1807 sur la matière, nous développerons les différentes solutions adoptées par la doctrine et la jurisprudence. Nous consacrerons une seconde section à l'étude de la loi du 8 mars 1885 ;

ainsi nous verrons dans quelles conditions elle fut votée, les interprétations diverses données par la jurisprudence à cette loi, sa véritable portée et, à la fin, nous pourrons étudier les différentes propositions tendant à la modification de ce régime boursier.

SECTION PREMIERE

LE SYSTÈME ANTÉRIEUR A LA LOI DU 28 MARS 1885.

Sous l'ancien régime, à la suite de l'effondrement du système de Law, le gouvernement de Louis XV montra, pour la spéculation, une extrême rigueur. L'arrêt du Conseil du Roi du 24 septembre 1724, qui créa officiellement la Bourse de Paris, fixa sur les opérations de Bourse des règles qui avaient pour conséquence nécessaire de rendre impossibles les marchés à terme.

L'article 29 de cet arrêt mettait obstacle aux marchés à terme faits à découvert, c'est-à-dire ceux où le vendeur ne possède pas les titres qu'il négocie au moment de l'opération, ou bien ceux où l'acheteur n'a pas à sa disposition la somme nécessaire à parfaire le montant du prix, moyennant lequel l'achat est effectué. Il décidait que les agents de change ne pourraient exécuter un ordre de leurs clients, avant de s'être fait remettre les titres destinés à être vendus, ou les espèces destinées à l'achat (1). L'article 30 allait encore

(1) Voici le texte de cette disposition : « A l'égard des négociations de papiers commerciables, et autres effets, elles seront toujours faites par le ministère de deux agents de change, à l'effet de quoi les parti-

plus loin ; il exigeait des agents de change l'exécution des marchés dans le jour même de leur conclusion ; et comme c'était presque toujours impossible, les marchés à terme, même faits à découvert, étaient absolument écartés. D'ailleurs, en fait, ces règles paraissent n'avoir pas toujours été observées (1).

Un arrêt du Conseil du Roi, du 7 août 1785, vint atténuer la rigueur de la prohibition : l'art. 7 autorisa implicitement, en les passant sous silence, les achats faits à découvert, mais il interdisait formellement les ventes à découvert, en exigeant le dépôt des effets ou des titres au moment même de l'engagement (2). L'idée du législateur était alors que les ventes à terme, faites à découvert, sont seules nuisibles au crédit public, parce qu'elles favorisent la baisse.

Un arrêt postérieur, du 2 octobre de la même année, venait faciliter, par des règles plus larges, la conclusion des marchés

culiers qui voudront acheter ou vendre des papiers commerciabes, et autres effets, remettront l'argent ou les effets aux agents de change, avant l'heure de la Bourse, sur leur reconnaissance portant promesse de leur en rendre compte dans le jour, et ne pourront néanmoins (les-dits agents de change) ne recevoir aucun effet ni argent à la Bourse, ni faire leurs négociations qu'en la forme ci-après marquée, le tout à peine, contre les agents de change qui contreviendraient au contenu du présent article, de destitution, et de trois mille francs d'amende payables par corps, dont la moitié appartiendra au dénonciateur, et l'autre moitié à l'hôpital général. »

(1) V LYON-CAEN et RENAULT. — *Traité de Droit commercial*, t. IV, n° 975.

(2) Art. 7. « Déclare nuls, Sa Majesté, les marchés et compromis d'effets royaux et autres quelconques qui se feraient à terme et sans livraison des dits effets, ou sans le dépôt réel d'iceux, constaté par acte dûment contrôlé, au moment même de la signature de l'engagement. Défend très expressément, Sa Majesté, d'en faire de semblables à l'avenir, à peine de vingt-quatre mille livres d'amende au profit du dénonciateur et d'être exclus pour toujours de l'entrée de la Bourse, ou, si c'étaient des banquiers, d'être rayés de la liste. »

à terme sérieux. Il permettait de suppléer au dépôt réel des titres chez l'agent de change, dans le cas où l'on ne les aurait pas sous la main, par la remise chez un notaire de pièces attestant qu'on en était bien légitimement propriétaire (1).

La législation de l'ancien régime fut complétée par un arrêt du Conseil du 22 septembre 1786, qui déclara que le terme le plus long serait de deux mois, à peine de nullité du marché (2).

Ainsi, à la veille de la Révolution française, les achats à terme, même à découvert, étaient licites. Quant aux ventes à terme, elles n'étaient permises qu'autant qu'elles n'étaient pas faites à découvert.

La Révolution avait introduit avec elle l'idée de la liberté absolue au point de vue économique, et la doctrine du *laissez-faire, laissez-passer* qui en était la conséquenc,

(1) V. MOLLOT. — *Des Bourses de Commerce*, n° 463.

BOZÉRIAN. — *La Bourse, ses opérations et ses opérateurs*, t. I, n° 270.

GUILLARD. — *Les Opérations de Bourse*, p. 118.

Arrêt du 2 octobre 1785 : « Ordonne pour l'avenir, Sa Majesté, que la disposition de l'art. 7 de son arrêt du 7 août dernier, par laquelle, conformément aux anciennes ordonnances, elle a déclaré nuls les marchés et compromis d'effets royaux et autres quelconques, qui se feraient à terme, sans livraison des dits effets, où sans le dépôt réel d'iceux, sera exécutée en sa forme et teneur dans tout son royaume; entend, Sa Majesté, qu'il pourra seulement être suppléé au dit dépôt par ceux qui étant certainement propriétaires des effets qu'ils voudraient vendre, et ne les ayant pas alors entre leurs mains, déposeraient chez un notaire les pièces probantes de leur libre propriété. »

(2) Cette règle avait pour but de diminuer les chances de perte; les variations des cours sont, en général, moins importantes dans un délai plus court. Elle est demeurée en vigueur à la Bourse de Paris jusqu'en 1919. Depuis lors, le terme ne peut pas dépasser la prochaine liquidation qui suit la conclusion du marché. (Il y a deux liquidations par mois, le 15 et le dernier jour du mois. Art. 49 du Règlement particulier des agents de change de Paris. Avant, il n'y avait qu'une liquidation par mois.)

directe et logique. Il semblait naturel qu'elle reconnût la légalité de tous les marchés à terme. Il en fut autrement. Partant de ce principe que toutes les transactions contraires à la morale doivent être prohibées, elle renchérit sur la législation antérieure, en ce qui concerne cette matière, au lieu d'en étendre les dispositions par des mesures plus libérales.

La loi du 8 mai 1791, tout en supprimant le monopole des agents de change, enjoignit à ceux-ci de se soumettre aux anciens règlements.

Une loi du 13 Fructidor an III édicta des peines rigoureuses contre ceux qui auraient vendu des effets, sans et être propriétaires au moment de la vente (1).

La loi du 28 Vendémiaire an IV (20 octobre 1795) et l'arrêt du Directoire du 2 Ventôse vinrent encore établir la prohibition complète des marchés à terme (2).

(1) Loi du 13 Fructidor an III, art. 3. « Tout contrevenant sera condamné à deux années de détention, à l'exposition en public, avec écriteau sur la poitrine portant ce mot : *Agoteur*, et tous ses biens seront, par le même jugement, confisqués au profit de la République. »

(2) Rétablissant ainsi les interdictions de l'arrêt du Conseil du Roi du 24 septembre 1724.

Cette opinion est adoptée par MM. LYON-CAEN et RENAULT, *Op. cit.*, n° 975; BOZÉRIAN, *Op. cit.*, n° 276 et WORMS : *Sociétés par actions*, p. 195. Contre, MM. GUILLARD, *Op. cit.*, p. 429 et s. MOLLOT, *Op. cit.*, n° 458. Ces deux auteurs soutiennent que la loi et l'arrêt de l'an IV ne s'occupaient pas des marchés d'effets publics et autres, mais seulement des spéculations portant sur des espèces métalliques, les assignats et les lettres de change.

En plus, à un certain moment, on était même allé jusqu'à décréter que ceux qui agioteraient sur les assignats seraient punis de mort (voir annexes du rapport de M. Naquet au Sénat sur la loi du 28 mars 1855, *Journal Officiel*, année 1885 ; annexe au procès-verbal de la séance du 14 décembre 1884, n° 161).

Sous le Consulat, un arrêté du 27 Prairial an X confirma la prohibition (1).

Au cours de l'année 1807, le Code de commerce est voté et devient obligatoire le 1^{er} janvier 1808. Il passe sous silence la question des marchés à terme.

Il y avait donc là une lacune, qui laissait la porte ouverte à toutes les discussions : le Code avait-il voulu, par son silence, infirmer la législation restrictive antérieure, ou, au contraire, le législateur avait-il entendu l'adopter ?

Trois systèmes différents étaient soutenus : l'un consacrait la nullité des marchés à terme dans tous les cas, l'autre les reconnaissait valables, mais n'accordait pas d'action judiciaire aux contractants pour demander l'exécution du marché quand il n'a été qu'un jeu, quand il ne devait pas se terminer par la livraison des titres ou des marchandises qui en font l'objet, mais par un simple paiement de différence. Enfin, le troisième système admettait la validité des marchés à terme dans toutes les hypothèses.

Le système qui soutenait la nullité des marchés à terme faisait valoir que le silence du Code de commerce impliquait le maintien des règles antérieures, et par conséquent maintenait la prohibition. Au surplus, ajoutait cette doctrine,

(1) Art. 13. « Chaque agent de change devant avoir reçu de ses clients les effets qu'il vend, ou les sommes nécessaires pour payer ceux qu'il achète, est responsable de la livraison ou du paiement de ce qu'il aura vendu ou acheté. »

M. GUILLARD (*Op. cit.*, p. 113 et s.) pense que cette disposition est étrangère à la prohibition ; cet arrêté, afin d'assurer la réalité des marchés à terme, s'est borné à déclarer les agents de change responsables de la livraison et du paiement. Entendu ainsi, comme le veut M. Guillard, l'art. 13 n'avait aucune utilité, car les agents de change contractaient naguère, comme aujourd'hui, en leur nom.

la défense des marchés à terme, qui ne résultait pas de dispositions expresses du Code, en résultait implicitement. L'art. 86 C. Com. défendait aux agents de change de se rendre garants des marchés dans lesquels ils s'entre-mettaient (1).

Ce qui leur permettrait d'échapper à cette garantie, c'est qu'ils ne devraient conclure les marchés qu'après avoir reçu les titres ou le prix de la négociation à faire (art. 13 de l'arrêté du 27 Prairial an X). Cela n'a pas lieu dans le marché à terme. Comme les clients auxquels le secret est dû ne sont pas obligés l'un envers l'autre, il faut bien que les agents de change soient tenus eux-mêmes et garants de l'exécution des marchés. Ainsi, les marchés à terme faits à découvert, comme, — en fait, — ils le sont tous, sauf de très rares exceptions, entraînaient une violation de l'art. 86 du Code de commerce.

A ce raisonnement, on objectait, pour prouver que les marchés à terme étaient légaux, un argument tiré des art. 124 et 422 du Code pénal : l'art. 421 (2) punissait, des peines prononcées par l'art. 419, les paris sur la hausse ou la baisse des effets publics. L'art. 422 (3) déclarait que « sera réputée pari de ce genre toute convention de vendre ou de livrer des effets publics qui ne sont pas prouvés par le vendeur avoir existé à sa disposition au temps de la convention, ou avoir dû s'y trouver au temps de la livraison ». Ainsi, disait-on, le Code pénal ne punit les marchés à terme à découvert que dans le seul cas où les effets qui

(1) Cet article a été abrogé par la loi du 28 mars 1885

(2) Abrogé par la loi du 28 mars 1885.

(3) Abrogé par la loi du 28 mars 1885.

en étaient l'objet ne devaient pas se trouver à la disposition du vendeur au moment de l'exécution du contrat ; par conséquent, dans le cas contraire, les marchés à terme étaient permis (1). On répondait à cette argumentation en faisant remarquer que l'article invoqué était une disposition pénale, tandis que la question dépendait du Droit Civil où, parfois, le législateur ne frappe pas de peines des actes que cependant il déclare nuls.

D'après le second système, les marchés à terme étaient valables, mais il y avait lieu, en vertu de l'art. 1965 C. civ. de refuser toute action pour leur exécution quand ils cachaient des jeux ou paris (2). Les partisans de cette opinion disaient que les marchés à terme peuvent être rangés en deux catégories : opérations sérieuses, qui doivent suivre la livraison des titres vendus et le paiement du prix, et opérations qui, — d'après l'intention des parties, — ne doivent jamais être exécutées ; ils doivent se résoudre par un simple paiement de différences, selon les variations survenues dans les cours, entre le jour de la conclusion du marché et l'arrivée du terme. Ces derniers déguisent de véritables jeux et, par suite, il y avait lieu de leur appliquer l'art. 1965 C. civ. Quant aux opérations sérieuses, elles étaient licites et échappaient à l'exception de jeu.

Cette opinion trouvait une confirmation dans l'art. 422 C. pénal, qui punissait les paris sur la hausse ou la baisse des effets publics.

Les juges avaient donc, selon cette opinion, à rechercher

(1) BOZÉRIAN. — *Op. cit.*, t. I, n° 253 et s.

(2) MOLLOT. — *Op. cit.*, n° 450 et s. TROPLONG. — *Contrats aléatoires*, n° 143 et s. BUCHÈRE. — *Traité des opérations de Bourse*, n° 370.

dans chaque espèce quelle avait été l'intention des parties.

D'après une troisième opinion de la doctrine, on prétendait que les marchés à terme n'étaient pas prohibés, et qu'ils ne constituaient jamais de jeux ou paris (1). En faveur de cette opinion, on invoquait d'abord tous les arguments du système précédent pour prouver que les marchés à terme n'étaient pas prohibés légalement.

Puis, pour écarter l'application de l'art. 1965 C. civ., on soutenait que, d'après les usages des Bourses, les titres devaient toujours être livrés, et le prix toujours payé ; dans ces conditions le marché, au moment de sa formation, avait toujours un but sérieux et légitime, et ne constituait pas un jeu. Bien plus, grâce à la faculté d'escompte (2), l'acheteur pouvait demander la livraison avant l'échéance du terme. Sans doute, souvent les marchés à terme n'amènent aucune livraison de titres, mais c'est une conséquence de circonstances postérieures à la conclusion du marché et, pour apprécier la valeur d'une convention, il faut se placer non pas au moment où elle doit être exécutée, mais à celui où elle prend naissance.

Telles étaient, sous l'empire du Code de commerce, les trois opinions soutenues par la doctrine.

La jurisprudence avait beaucoup varié (3), mais elle s'était définitivement fixée en faveur de la seconde doctrine :

(1) GUILLARD. — *Op. cit.*, p. 149 et s. BADON PASCAL. — *Des Marchés à terme*, p. 8, et s. J. LÉVEILLÉ. — Le Régime de la Bourse, légalité des opérations à terme, responsabilité solidaire des agents de change, dans *la Revue pratique de Droit français*, 1868, p. 113 et s.

(2) V. *supra*, p. 330.

(3) Elle reconnaissait, de 1805 à 1822, la validité des marchés à terme : Paris, 13 Fructidor, an XII ; Paris, 29 mai 1810 ; Cass., 22 juin

elle admettait en général la validité de ces sortes d'opérations ; mais elle refusa, en exécution de l'art. 1965 C. eiv., toute action en justice à ceux de ces marchés qui ne doivent pas aboutir à la livraison et à la réception de l'objet, mais seulement au versement par l'une des parties à l'autre d'une certaine somme représentant la différence de cours entre le jour du contrat et son exécution (1) : en un mot, elle sanctionne les opérations sérieuses, mais n'accorde pas la protection légale aux marchés fictifs ou différentiels (2).

Certaines juridictions admettaient que l'exception de jeu, étant d'ordre public, pouvait être suppléée d'office par le juge ; d'autres étaient d'un avis contraire et prétendaient qu'elle devait, pour qu'on pût repousser la demande, être opposée par le défendeur lui-même. Néanmoins, la jurispru-

1814 ; Paris, 23 mai 1822. Voir le texte de ces arrêts dans BADON PASCAL. *Op. cit.*, p. 84 à 90.

Puis, de 1823 à 1831, elle admet le système de la nullité des marchés à terme à découvert : Paris, 18 février 1823 ; Paris, 10 avril 1823. Voir BADON PASCAL. *op. cit.*, p. 90 à 101.

Ensuite, de 1832 à 1848, elle distingue entre le vendeur et l'acheteur ; elle admet la nullité du marché à terme au profit du vendeur, quand il opère à découvert ; elle n'exige pas le dépôt des espèces par l'acheteur avant l'engagement : Paris, 29 mars 1832. S. 1832, 2.293 ; Paris, 9 juin 1836. S. 1837, 2.85. ; Paris, 17 février 1842. Voir BADON PASCAL. *Op. cit.*, p. 101 à 107.

(1) Cette jurisprudence, inaugurée dès 1849, était constante depuis sa consécration par la Cour de cassation en 1851 : Paris, 25 avril 1849 ; Paris, 11 mars 1851 ; Toulouse, 29 août 1857 ; Ch. crim., 9 mai 1857 ; Ch. crim., 19 janvier 1860 (affaire des coulissiers). S. 1860, 1.481, Lyon, 30 juillet 1869 ; Paris, 11 février 1870 ; Paris, 13 mai 1873. S. 1873, 2.102.

(2) La question de savoir si un marché à terme était ou non un marché sérieux, était considérée comme une question de fait que les juges du fond tranchaient souverainement : Cass. Req., 2 juillet 1870 ; Cass. Req., 15 juin 1874, S. 1875, 1.303.

dence se prononçait en majorité pour la première opinion (1) et avait tiré du caractère d'ordre public de l'exception de jeu cette conséquence, qu'elle pouvait être invoquée pour la première fois en appel, quand même le défendeur aurait reconnu la dette en première instance (2), et qu'elle était opposable devant la Cour de cassation, même quand elle n'avait pas été soulevée en appel (3).

Pour distinguer un marché sérieux d'un marché différentiel, la jurisprudence s'appuyait sur des présomptions ; elle déclarait le marché nul, toutes les fois qu'il lui était démontré qu'il aurait existé un obstacle matériel à l'exécution, s'il avait dû se terminer par la livraison des titres.

La jurisprudence cherchait cette impossibilité dans les circonstances étrangères à l'opération, quelquefois même postérieures à celle-ci. Elle se fondait, soit sur la disproportion existant entre la fortune des parties et l'importance de la négociation, soit sur la profession de l'acheteur ou du vendeur, quand elle n'avait aucun rapport avec la nature des marchandises faisant l'objet de la convention, soit encore sur les habitudes des contractants, lorsqu'il était prouvé que beaucoup de marchés avaient été conclus par eux sans avoir été suivis d'une exécution régulière.

Ces variations de la jurisprudence, et les inconvénients pratiques et moraux du système auquel elle s'était arrêtée, avaient soulevé des critiques très vives et des plaintes très nombreuses, et à la fin attiré l'attention des pouvoirs publics.

(1) Amiens, 14 janvier 1859. S. 1859, 2.332 ; Paris, 13 mai 1873. S. 1873, 2.102 ; Paris, 6 février 1884 J. *La Loi*, 27 février 1884.

(2) Lyon, 5 juillet 1878. J. *Le Droit*, 28 octobre 1878.

(3) Cass. Civ.. 15 novembre 1865, S. 1865, 1.77.

SECTION II

LA LOI DU 28 MARS 1885.

Un événement vint précipiter la solution : ce fut la crise financière de 1882, le krach de l'Union Générale (1). Les agents de change, devenus les intermédiaires forcés de ceux qui avaient spéculé sur les actions de cette Société, poursuivirent leurs débiteurs désormais insolvables : ceux-ci se retranchèrent derrière l'art. 1965 C. civ. et opposèrent l'exception de jeu (2).

Sous la pression de l'opinion publique scandalisée par ces nombreux procès, le gouvernement chargea une Commission extra-parlementaire de préparer un projet de loi sur les marchés à termes (3). Et enfin la loi du 28 mars 1885 fut votée (4).

L'article premier de cette loi est ainsi conçu : « *Tous les marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises, sont reconnus légaux. Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résul-*

(1) V. Une Page d'histoire financière. *La Vérité sur l'Union Générale* par un Magistrat (1905). GERMAIN-MARTIN. — *Les Banques de Dépôts et les Banques d'affaires* (Cours 1927-1928).

(2) LÉON SAY. — *Dictionnaire d'Économie politique*, marché à terme, p. 221.

(3) V. Le rapport fait au nom de cette Commission par M. le Doyen Lyon-Caen. *Revue critique de législation et de jurisprudence*, 1882, p. 454 à 490.

(4) Voir pour le projet de la Commission extra-parlementaire et les délibérations qui ont suivi à la Chambre des députés et au Sénat, M. ÉMILE VERCAMER : *Étude historique et critique sur les Jeux de Bourse et Marchés à terme*, p. 169 à 207.

tent, se prévaloir de l'art. 1965 C. civ., lors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence (1). »

Dans les années qui ont suivi la loi, on paraissait convaincu que le législateur avait absolument refusé à tout opérateur à terme l'exception de jeu. La loi créait une présomption, d'après laquelle l'opération qualifiée « vente » est bien un pari déguisé ; cette présomption ne comportait aucune preuve contraire (2).

Des rapports du projet (Naquet et Peulevey) ressortait un seul tempérament : si les parties avaient décidé expressément, par convention écrite, que les règlements se feraient par simples différences, alors, seulement, l'exception de jeu serait recevable (3).

Cependant, cette doctrine relative au sens de la loi de

(1) Cet article est suivi de plusieurs autres qui abrogent les anciens règlements du Conseil, ainsi que les art. 421 et 422 C. pén., et qui modifient le texte de l'art. 13 de l'arrêté du 27 Prairial an X.

(2) Paris, 6 juin 1885 D. 1885, 2.124 ; S. 1886, 2.2 ; *G. Pal.* 1886, 1.79 ; Trib. Com. Lille, 14 mars 1887. *La Loi*, n° du 5 juin 1885 ; Dijon, 18 mars 1891 D. 1891, 1.384 ; Pand. fr., 1893, 2.273.

(3) Voir consultation de MM. LYON-CAEN, DU BUIT et SABATIER, du 8 mai 1896, donnée au Syndicat général des grains, graines, farines, huiles, sucres et alcools de la Bourse de Commerce de Paris.

Dans une affaire jugée par la Cour de Paris, le 8 décembre 1909 (*Gaz. Trib.*, 13 mai 1910 et *Annales de Droit commercial* 1910, p. 84), l'intermédiaire avait fait signer à son client la déclaration suivante : « Il est entendu que mes opérations ne constitueront pas un jeu ; je me réserve le droit de les terminer toutes par des levées ou livraisons de titres. » La Cour déduit de cette convention que le client a seulement la faculté et non l'obligation de recourir à une exécution effective et que, par suite, il peut seulement être contraint, si l'opération lui est défavorable, à payer la différence. Elle base son pouvoir d'appréciation sur ce qu'une convention écrite est intervenue entre les parties, pour les dispenser d'effectuer la livraison, et qu'en cette hypothèse, le rapport de M. Naquet permet d'apprécier « s'il y a une convention sérieuse que la Société doive couvrir de sa protection, ou un simple jeu dont elle n'a pas à connaître »

1885 n'a pas été unanimement adoptée. Un certain nombre de Cours d'appel étaient d'avis qu'il fallait conserver la jurisprudence qui était en vigueur avant 1885 (1). On a soutenu que les tribunaux peuvent toujours, même sous l'empire de cette loi, admettre l'exception de jeu constatant que l'opération qui se produit sous la forme d'un marché à terme n'est qu'un pari sur les différences des cours. Seulement, la présomption étant aujourd'hui favorable aux marchés à terme, il faudrait des circonstances ne laissant aucun doute dans l'esprit des juges pour que l'exception de jeu fût admise (2). Cette opinion est inadmissible ; avec elle, la loi de 1885 n'avait pas réellement innové, le Parlement aurait ainsi légiféré pour ne rien dire, ou pour confirmer la pratique existante. Les contestations seraient encore possibles sur le caractère sérieux, ou non, des marchés à terme, et cela, contrairement à la volonté certaine du législateur.

Pour expliquer ce revirement, on avait épilogué sur la rédaction de l'article premier. Le texte primitif adopté par la Chambre des députés portait ces mots : « *lors même que les marchés devraient se résoudre par le paiement d'une différence* ». Bref, d'après cette rédaction, le marché était obligatoire dans tous les cas, même si on avait pu prouver que les opérateurs n'avaient pas eu l'intention d'exécuter. La formule aurait amené la suppression radicale de l'except-

(1) Paris, 30 juin 1894, S. 1895, 2.262 ; Angers, 8 juillet 1895. S. 1895, 2.257 (Note Wahl) ; Paris, 19 décembre 1895. S. 1897, 2.69 ; Bordeaux, 14 février 1898 ; *Le Droit* n° du 21 août 1898.

(2) Les différentes controverses autour de la loi de 1885 sont résumées dans un article de BUCHÈRE sur les Marchés à terme et Jeux de Bourse (*Annales du Droit commercial*, 1896), ainsi que dans un art. de QUENTIN, l'Exception de Jeu à la Bourse du Commerce (*La France judiciaire*, 1897).

tion de jeu. Mais le Sénat l'a repoussée, et voici le texte qui fut adopté : « *lors même qu'ils se résoudraient...* » Autrement dit, le marché n'est pas en jeu, par cela seul qu'en fait, on l'aura réglé par différences. Mais l'intention qu'ont eue les parties à l'origine peut lui imprimer ce caractère (1).

Cette doctrine, qui perpétuait le moyen tiré du jeu dans le marché à terme, allait-elle recevoir l'approbation de la Cour de cassation ? Par son arrêt du 22 juin 1898 (2), la Chambre civile a cassé trois arrêts de la Cour de Paris (3^e Chambre) ; dans les motifs du jugement, nous relevons cette phrase caractéristique : « lorsque les spéculations sur effets et marchandises ont pris la forme de marchés à terme, la loi du 28 mars 1885, avait entendu interdire aux parties d'opposer l'exception de jeu, et aux juges de rechercher l'intention des parties (3) ».

(1) On lit sur ce point, dans le rapport de M. Naquet : « S'il s'agit d'un marché contracté selon les règles, le marché est valable ; il est couvert par une présomption qui empêche les tribunaux de rechercher les intentions premières des parties. Mais, s'il s'agit d'une convention écrite portant que la livraison des titres ou des marchandises ne pourra être ni exigée, ni imposée, les tribunaux apprécieront comme aujourd'hui, s'il y a une convention sérieuse que la Société couvrira de sa protection, ou un simple jeu dont elle n'a pas à connaître. » Dans l'exposé des motifs du projet, qui dut être à nouveau transmis à la Chambre des députés, on lit : « La raison de ce changement est donnée par le rapporteur du projet au Sénat. Il a paru que la rédaction première de l'art. premier était un peu large, et permettait de valider non seulement de véritables marchés à terme, mais aussi des conventions moins utiles, peu usitées jusqu'à présent, par lesquelles les parties prendraient, au moment de la transaction, l'engagement écrit de ne pas exiger les livraisons et de résoudre le marché en une simple différence. »

(2) S. 1898, 1.313 ; D. 1889, 1.5 ; Pand. fr., 1898, 1.425.

(3) Dans le même sens : Cass. Req., 19 mars 1900. S. 1900, 1.520 ; Pand. fr., 1900, 1.178 ; Cass. Req., 1^{er} août 1904. S. 1905, 1.79 ; Paris, 11 novembre 1905. D. 1905, 2.17 ; Cass. Req., 15 mai 1911. D. 1912, 1.270 :

Mais certaines juridictions résistent encore à cette solution si nette, surtout lorsqu'il y a conflit entre le gagnant et la faillite du perdant. Le tribunal de commerce de Toulouse (27 mai 1929, *Gaz. Pal.*, 2 juillet 1929) a admis que des opérations à double prime « devant se dénouer par le paiement de simples différences ne revêtent pas et ne peuvent revêtir le caractère de véritables marchés à terme ». La Cour d'Amiens (15 février 1929, *eod. loc.*, *Sem. jurid.*, 1929, p. 666 ; *D. hebdomadaire*, 1929, p. 274) a jugé de même alors que le contrat portait référence aux conditions du marché de Paris lorsque celles-ci n'étaient respectées ni dans leur lettre, ni dans leur esprit. Elle s'appuie sur ce que l'acheteur acquérant des marchandises étrangères à son commerce, il n'a pu avoir l'intention de prendre livraison. Ainsi, il suffirait que dès l'origine il y ait eu l'intention de régler par différences pour que le marché fût nul (1).

A propos de ces récents arrêts dissidents, M. le Professeur Démogue dit (2) : « Cette jurisprudence contredit nettement celle de la Cour suprême qui a l'avantage de la simplicité. Sans doute le gagnant est moins digne d'intérêt que des créanciers, mais il semble impossible de faire cette différence (3). »

Cass. Req., 8 décembre 1913. D. 1916, 1.33 ; Cass. civ. 14 décembre 1921. D. 1922, 1.13.

(1) V. de même, mais dans un cas tout spécial, Trib. comm. Seine, 12 mai 1920, *Gaz. Pal.*, 1920, 2.371. *Adde* Paris, 8 décembre 1909., Dr. fin., 1910, 289.

(2) *Revue trimestrielle de Droit civil*, 28^e année, n° 3 (juillet-septembre 1929), p. 762-763.

(3) V. dans le sens de la Cour de Cassation, Dijon, 5 mars 1929. *Gaz. Pal.*, 2 juillet 1929.

SECTION III

LES PROPOSITIONS DE RÉFORME.

A plusieurs reprises, des propositions de lois, portant modification à la loi de 1885, ont été déposées. Nous ne pouvons pas les passer sous silence ; elles méritent d'être très rapidement examinées, moins pour leur valeur juridique que pour la tendance qu'elles manifestent.

Le 16 juin 1897, M. Rose (1) a déposé une proposition à la Chambre des députés. Elle part du principe qu'à la Bourse des produits, les opérations fictives l'emportent de beaucoup en nombre et en valeur sur les opérations réelles. La responsabilité de cet abus revient à la loi de 1885, qui a supprimé toutes les dispositions restrictives de la liberté du jeu. Il faut, d'après M. Rose, n'admettre la liberté du marché à terme que pour les valeurs et interdire les marchés fictifs sur les produits ; il propose en conséquence, de modifier la loi de 1885 par l'alinéa suivant : « Les marchés à livrer sur denrées et produits agricoles, ne sont reconnus licites que s'ils ont eu pour but et pour objet la livraison réelle de ces produits au terme fixé par la convention. Tous autres marchés de cette nature sont assimilés au point de vue civil aux dettes de jeux et aux paris. »

Le 23 octobre 1897, une nouvelle proposition est déposée à la Chambre par M. Michelin (2). Plus hardie que la précédente, elle ne se contente pas de rétablir l'exception de

(1) *J. Off.* 1897, Chambre, Doc. parl., n° 1937.

(2) *J. Off.* 1897, Chambre, Doc. parl., n° 2290.

jeu ; elle ne s'attaque pas seulement à la validité civile des marchés à terme fictifs, elle les fait tomber tous sous la loi pénale. « Tous marchés à livrer devant se résoudre par les paiements d'une simple différence, c'est-à-dire fictifs, sur denrées et marchandises, sont prohibés sous la sanction des peines portées par l'article 230 du Code pénal. Seront punis des mêmes peines, les paris qui auront été faits sur la hausse ou la baisse des denrées et marchandises. Sera réputée pari de ce genre et marché fictif, toute convention de vendre ou de livrer des denrées et marchandises qui ne seront pas prouvées par le vendeur avoir existé à sa disposition au temps de la convention ou avoir dû s'y trouver au temps de la livraison. »

Les deux propositions Rose et Michelin étaient prises en considération et renvoyées à une Commission chargée de les étudier (1). Elles firent l'objet d'un rapport de M. Dron, le 21 mars 1898, qui fut repris le 8 juillet par M. Claude Rajon (2). Les travaux de la Commission durèrent plus de trois ans, et le rapport de M. Honoré Leygues ne fut déposé que le 29 mars 1901 (3). Bien qu'il n'eût pas abouti, il mérite d'être rapidement analysé ici, car on sent, dans sa rédaction, l'influence de la loi allemande du 22 juin 1896.

(1) La Chambre de Commerce de Paris, consultée par le gouvernement, a conclu au rejet de ces propositions, et au maintien intégral de la loi du 28 mars 1885. V. DUMORTIER : *Des Opérations à terme sur marchandises*, p. 219.

(2) V. SAYOUS. — *La Réorganisation des Bourses de Commerce ; La Proposition de loi Dron-Rajon et les Marchés à livrer*.

(3) *J. Off.*, Chambre, Doc. parl., n° 2324. Le 22 mars 1901, M. Castelin, dans une proposition de loi, reprenait la définition simpliste de la loi du 13 Fructidor, an III : « Tout homme qui sera convaincu d'avoir vendu des marchandises dont, au moment de la vente, il se serait pas propriétaire, sera déclaré agioteur, et puni comme tel. »

Il se limite aux Bourses des marchandises et il s'efforce d'établir la différence entre le marché à terme et le simple marché à livrer : le premier se liquide par un règlement de différences ; le second tend à une livraison effective. Si l'un ne favorise pas le jeu, l'autre s'y prête fort bien.

Le rapport va même jusqu'à citer l'art. 48 de la loi allemande de 1896 et il le fait suivre de ces mots caractéristiques. « Il est donc bien établi que les marchés à terme sont des marchés de spéculation et que le contrat lui-même est un instrument spécialement adapté à la spéculation. » Le retour à l'exception de jeu serait la caractéristique de l'évolution moderne ; l'exemple de l'Allemagne devrait être suivi, car « la loi du 22 juin 1896 fut bien accueillie et donna les meilleurs résultats (1) ».

Les marchés à terme, s'ils répondent aux besoins des transactions internationales, sont, d'après le rapport, dangereux en ce qu'ils « produisent », facilitent et exagèrent la baisse sur les marchandises qui en sont l'objet, sans cependant éviter les crises de hausse et tout en amenant une trépidation incessante des cours ». Il en résulte qu'ils ne peuvent être créés qu'à la suite d'un décret rendu en Conseil

(1) Nous nous bornons à analyser ici les idées principales exposées dans le rapport. Il serait facile de les critiquer, s'il est manifeste, en effet, que cette appréciation trop optimiste ne traduit pas avec exactitude le sentiment des milieux allemands. La preuve en est que le législateur allemand battit en retraite en 1908 (loi du 8 mai). V. SAYOUS : *Les Bourses allemandes de valeurs et de commerce* (Thèse Paris, 1898) ; LESCURE : *Le Marché à terme de Bourse en Allemagne* (Thèse Bordeaux, 1908) ; GUYOT : *La Réforme des Bourses allemandes* (Thèse Dijon 1911) ; THALLER : *Le Régime des Bourses en Allemagne, Bulletin de la Société de Législation Comparée*, 1898) ; EMERY (Henry) : *Ten Years regulation of the Stock Exchange in Germany* (Dix ans de réglementation de Bourse en Allemagne). *The Yale Review*, mai 1908

des Ministres, après une enquête de *commodo* et *incommodo*. En l'absence de cette autorisation, le marché est réputé illicite ; toute affaire à terme conclue sur ces marchandises est illégale, nulle et de nul effet. La suppression peut être ordonnée par décret, sur la proposition du ministre du Commerce.

L'interdiction complète de tout marché à terme est expressément formulée pour les blés et les produits de la minoterie, ainsi que pour les laines peignées.

Une Commission exécutive est élue par les adhérents au marché ; elle doit, entre autres attributions, tenir un *registre* sur lequel toute opération à terme doit être inscrite. Cette inscription sera effectuée par déclaration signée du requérant, portant les noms des parties, le prix, la quantité et l'époque du terme.

CHAPITRE III

LE MARCHÉ A TERME EN ÉGYPTÉ AVANT LA LOI DU 8 NOVEMBRE 1909

SECTION PREMIERE

LA VÉRITABLE NATURE DU MARCHÉ A TERME A CETTE ÉPOQUE.

Le marché à terme sur les valeurs étant inconnu, les affaires se traitaient au comptant. C'est à partir de 1905 qu'on a introduit les opérations à terme sur le marché. Par contre, les opérations à terme sur marchandises, à la place d'Alexandrie, se traitaient, depuis assez longtemps, et c'était la raison même de la création de la Bourse des marchandises à terme d'Alexandrie.

Les marchés à terme à la Bourse d'Alexandrie, à cette époque, ne diffèrent guère des pratiques qui se sont introduites sur les marchés de Liverpool, de Paris, de Leipzig, d'Anvers, de Roubaix, Tourcoing... si ce n'est en ce que la spéculation est pratiquée à Alexandrie plus ouvertement que partout ailleurs. La matière de la spéculation diffère d'une

Bourse à l'autre ; là bas : le blé, la laine ; ici : le coton ou les céréales ; mais le système est identique dans son mécanisme.

Voici ce que dit, en 1904, M. Vercamer, le délégué belge, à ce propos, devant la Commission de la Réforme (1) : « L'on ne vit peut-être jamais, nulle part, spectacle plus démoralisant que celui qu'offre le jeu à terme sur le coton, qui se pratique aujourd'hui en Egypte, avec un cynisme invraisemblable, au sein d'une certaine Bourse dite Khédiviale. Cette soi-disant Bourse de commerce n'est qu'une vaste maison de jeu ; je crois pouvoir proclamer ce fait comme étant de notoriété publique et comme ressortant d'ailleurs, de la façon la plus claire, de la formule même des prétendus marchés à terme, qui se pratiquent journellement. »

Ailleurs, la spéculation, ou plutôt le jeu sur les différences, est du moins greffée sur un commerce effectif ; la *filière* qui circule par endossement, comme une lettre de change, est la représentation d'une marchandise entreposée, et quelquefois cette filière revient à son créateur qui se trouve être alors, à la fois, livreur et réceptionnaire. Dans ce dernier cas, la filière n'a abouti à aucune livraison, tout s'étant réduit à une liquidation de nombreuses différences résultant d'oscillations journalières des cours ; néanmoins, chaque opérateur a le droit d'exiger l'arrêt de la filière, c'est-à-dire la livraison. Bref, les opérations ne sont pas purement fictives, la spéculation a une base vraiment commerciale.

En 1898, le président d'un des syndicats groupés à la Bourse de commerce de Paris, s'élevant contre le reproche

(1) Séance du 11 juin 1904. Procès-verbal n° 26.

de fictivité adressé aux opérations pratiquées dans cette Bourse, pouvait s'écrier (1) :

« Aurions-nous au Syndicat général un budget de près de 300.000 francs pour régler les réceptions, les livraisons ? Aurions-nous des laboratoires pour les expertises, des fours, une boulangerie pour la panification des farines ?

« Aurions-nous aux Magasins généraux, où sont livrées nos marchandises, un mouvement annuel de 800.000 tonnes, rien qu'en marchandises de consommation ?

« Les Magasins généraux, qui emploient 2.000 ouvriers pour les manutentions, reçoivent 250 bateaux, 150.000 wagons, et font 120.000 voyages par camionnage de la gare aux magasins.

« Enfin, le mouvement des fonds sur warrants dépasse 300 millions de francs par an.

En était-il de même à la Bourse de commerce d'Alexandrie ? (2) Cette Bourse avait-elle des entrepôts de coton ? un service de camionnage, d'expertise ?... nullement. La Commission de la Réforme, dans les dossiers qui lui ont été communiqués, n'a vu que des opérations incohérentes traitées par des courtiers, pour le compte de gens absolument étrangers aux affaires commerciales et se référant à des récoltes inexistantes.

Ordinairement, le jeu prend souvent la forme des *reports* ou se dissimule sous l'apparence des *marges*. Les différences nées des oscillations des cours sont versées dans

(1) BOVERAT : Discours prononcé le 5 juillet 1898, à la Société d'Économie politique. Supplément à la *Cote de la Bourse et de la Banque*, du 12 juillet 1898.

(2) Nous ne parlons pas ici (cela va de soi) de la Bourse de Minet El-Bassal où se traitent les affaires en disponible.

une caisse de liquidation à titre apparent de couverture ou de garantie d'une opération qui se résoudra en dommages-intérêts au jour fixé pour la livraison, si celle-ci n'est pas effectuée (1). Mais, dans l'esprit comme selon la lettre du règlement de l'Association des courtiers d'Alexandrie, les liquidations des différences sont des *paiements* effectués antérieurement à l'époque fixée comme prétendue échéance de livraison. C'était, en réalité, un véritable *agio*. Ce n'est pas à dire que tous les marchés à terme passés à la Bourse d'Alexandrie étaient nécessairement du jeu ; la jurisprudence de la Cour témoigne, comme nous verrons plus loin, du contraire des marchés sérieux.

Le règlement de l'Association des Courtiers d'Alexandrie, relatif aux marchés à terme, décidait : 1^o le paiement bimensuel des différences de cours ; 2^o une liquidation extraordinaire de différences quand le Comité des courtiers le juge opportun ; 3^o en cas de non paiement des différences dans les délais voulus, la liquidation se fait par une différence de prix et par les soins du Comité (2).

(1) VERCAMER. — *Étude historique et critique sur les jeux de Bourse et marchés à terme* n^o 63.

(2) Aux termes du règlement cité au texte. « Les différences de prix qui pourront résulter des fluctuations des cours, jusqu'au règlement définitif de l'opération, sont réglées deux fois par mois. De plus, dans le cas d'un changement de prix s'élevant à 5. P. T. par ardeb (s'il s'agit de céréales) ou 7 1/2 P. T. par cantar (s'il s'agit de coton) et même moins, si le Comité le juge opportun, celui-ci devra fixer les prix d'une liquidation extraordinaire, quel que soit le jour auquel cette différence serait survenue. Les différences dues à chaque liquidation bimensuelle, ou extraordinaire, devront être payées au plus tard le surlendemain de la date à laquelle la liquidation aura été fixée. En cas de non-paiement des différences de prix dans les délais voulus, chacune des parties se réserve le droit de liquider à tout instant l'opération en cours, par les soins du Comité de l'Association des courtiers

Or, la chose la plus étonnante était ces liquidations *anticipées* laissées à l'arbitraire du Comité des courtiers. En effet, on ne peut, en bonne justice, demander à un homme qui a pris un engagement pour une date déterminée, de le remplir avant cette date ; souffrir qu'une atteinte quelconque soit portée à l'inviolabilité d'un contrat, c'est permettre à d'habiles spéculateurs de réaliser des bénéfices qu'ils n'auraient pas obtenus si le marché était demeuré ouvert jusqu'au jour primitivement fixé pour la liquidation (1).

Voici ce que dit M. Vercamer devant la Commission de la Réforme (2) : « Il est bien téméraire d'affirmer que le système des liquidations usitées à la Bourse d'Alexandrie aurait fonctionné *sans accroc* depuis son introduction, alors qu'il est notoire qu'il a donné lieu à de grands désastres individuels et à une crise économique. Il est possible qu'il ait fonctionné *sans accroc* au profit des grands négociants qui ont su utiliser le système pour leurs fameux contrats d'assurances. C'est très avantageux pour ces Messieurs, de pouvoir s'assurer contre les risques inhérents au commerce par des opérations différentielles, mais qui paie la prime d'assurances ? si ce n'est la masse des joueurs et des *outsiders* qui n'ont pas su résister aux fluctuations des cours, et qui ont été entraînés dans des spéculations téméraires et

en marchandises en avisant la partie intéressée, par lettre simple, sans aucune mise en demeure ni démarche judiciaire, et de tenir responsable le débiteur de la différence de prix qui pourrait en résulter. »

(1) V. Rapport du Conseiller Judiciaire pour l'année 1906, p. 23 ; v. aussi CHÉRON : De la réorganisation des Bourses en Égypte (*Annales de Droit commercial*, 1912, p. 196 et s.)

(2) Séance du 13 mars 1905, procès-verbal n° 38, p. 15 et 16.

inconsidérées par les facilités de spéculation qui leur étaient offertes. »

Un exemple, emprunté à la jurisprudence de la Cour d'appel d'Alexandrie (1), va montrer l'exagération du système :

Un courtier reçoit, au mois de mai, un ordre de vendre 100 quintaux de coton, livrables au mois de novembre suivant. Immédiatement, il télégraphie à son client : « forte tendance à la hausse », et naturellement le client s'empresse d'acheter une énorme quantité de coton encore livrable à la même échéance de novembre. Or, au bout de quelques jours, le client reçoit une petite épître du courtier, rédigée à peu près comme suit : « Cher Monsieur, nos prévisions ne se sont pas réalisées ; une forte baisse vient de se produire sur les prix du coton. Vous me devez une différence de 28.000 P. T.... Agréez, etc... » Le client, un peu outré, aurait pu répondre : « Qui doit à terme, ne doit rien. » Mais comme le courtier lui opposait le Règlement de la Bourse d'Alexandrie, il préféra se prévaloir de ce règlement même, pour prétendre à la nullité d'une opération, simple jeu de Bourse, et il obtint gain de cause, par une décision fondée sur *l'ensemble des circonstances du procès*, et spécialement à raison « de la teneur des actes versés au dossier impliquant des règlements de différences bimensuelles ou même des liquidations extraordinaires laissées à la discrétion d'un Comité de courtiers ».

Des jurisconsultes, interrogés à cette époque sur les marchés à terme pratiqués en Égypte, d'après les Règlements de l'Association des Courtiers d'Alexandrie, ont

(1) 13 mars 1902 ; *B. L. J.*, XIV, 188.

conclu dans le même sens en estimant que ces contrats apparaissent comme le type de Jeu de Bourse (1).

Paul Janson (2) disait : « Il est souvent difficile de démasquer la fraude à la loi, et de constater, avec la certitude requise en matière judiciaire, qu'un marché à terme apparent n'est, en réalité, qu'un simple jeu de Bourse, mais dans ces formules, la fraude n'a pas cru devoir se dissimuler si peu que ce soit. Elle se décèle à première vue, et ce genre de contrats apparaît comme le type de jeu de Bourse dépourvu de tout artifice pour lui donner quelque apparence d'un contrat réel de vente. »

Edmond Picard (3) s'exprimait ainsi : « On n'imagine pas des combinaisons prostituant le droit d'une façon plus effrontément cynique, et le prostituant de manière à transformer le marché à terme, contrat d'entr'aide, en un contrat de dépouillement. »

Jules Le Jeune (4) disait : « Le seul engagement, qui lie les parties contractantes dans ce type de convention, est celui de payer des différences périodiquement établies d'office par le Comité des Courtiers en marchandises d'Alexandrie. La mention qui s'y rencontre de marchandises achetées et vendues, d'époques de livraison, de prix à

(1) Ces juristes ont été consultés par M. Vercamer, en 1902. Il a présenté ces consultations à la Commission de la Réforme (séances du 11 juin 1904 et 13 mars 1905. Procès-verbaux n^o 26 et 38).

(2) Ancien bâtonnier de l'Ordre des Avocats de Bruxelles, leader du parti libéral.

(3) Directeur des *Pandectes belges*, une personnalité distinguée du parti socialiste.

(4) Ancien ministre belge de la Justice d'un cabinet de droite. Ancien Professeur d'Économie politique à l'Université de Bruxelles, un conservateur cléral.

payer, n'a pas d'autre effet que de fixer les points de repère pour le calcul des différences... Ce type de convention réalise la mise en pratique d'un procédé de jeu, dont le Règlement de l'Association des Courtiers en marchandises d'Alexandrie a organisé le fonctionnement. »

Victor P. Brugada (1) émettait cette opinion : « Il faut interdire une formule de contrats qui s'attaque et préjudicie au principe de la liberté contractuelle, qui méconnaît le caractère des obligations à terme, qui est contraire aux intérêts du commerce, et qui sanctionne, au lieu de l'interdire, l'immoralité des jeux de Bourse. »

Eugène Robert (2) disait : « D'après ce Règlement, la Bourse d'Alexandrie m'apparaît comme un immense tapis vert autour duquel des pontes halettent d'inquiétude ou d'espérance, les commissaires de la Bourse faisant office de croupiers. Celui qui voudrait donner une définition claire et complète des opérations de Bourse, offrant le caractère de jeu, ne pourrait mieux faire que présenter, comme types, les opérations prévues par ce Règlement. On voit, en effet, que l'unique objectif des vendeurs et acheteurs de denrées ou valeurs, est la différence des cours d'une liquidation, et que ces opérations se doivent résoudre à un paiement de différences. Il est impossible de voir en ces spéculations autre chose que des joueurs à la roulette, plaçant leurs enjeux sur la rouge ou la noire. »

(1) Membre de la Chambre des députés d'Espagne (Congreso de los diputados), Professeur de Droit Commercial à l'École supérieure de Commerce de Madrid.

(2) Avocat de la Cour d'Appel de Bruxelles.

SECTION II

LES MARCHÉS A TERME ET L'EXCEPTION DE JEU.

ÉTUDE DE LA JURISPRUDENCE.

La législation égyptienne ne contenait pas de dispositions spéciales pour les marchés à terme.

Les codes ne contiennent aucune disposition sur le jeu, à l'exception de l'article 316/307 du Code pénal, qui punit l'exploitation des jeux de hasard (1).

Quant au Code civil, il est muet sur le sort des transactions tenant de la nature du jeu et du pari. Il se borne à proclamer le principe général de la nullité des causes illicites. Ce principe y est annoncé en une formule particulièrement caractéristique : « *L'obligation n'existe pas, si elle n'a une cause certaine et licite,* » dit l'article 148/94.

Cependant, la jurisprudence des tribunaux mixtes admettait dans le silence de la loi, — et il semble que ce n'est pas sans quelque hésitation, — l'applicabilité de l'exception de jeu aux opérations de Bourse, ainsi qu'en témoigne le premier arrêt de la Cour d'Alexandrie rendu en cette matière ; en voici la teneur : « *Attendu que, si par une induction rigoureuse mais exacte des articles 148 du Code civil et 316 du Code pénal,* il est permis d'affirmer que le législateur égyptien

(1) Art. 316/307 C. pén. « Ceux qui auront tenu une maison de jeux de hasard, et y auront admis le public, ainsi que les banquiers de cette maison, seront punis d'un emprisonnement ne dépassant pas 6 mois, et d'une amende n'excédant pas 50 L. E., ou de l'une de ces deux peines seulement. Seront confisqués, en même temps, au profit de l'État, tous les fonds ou effets mobiliers qui seront trouvés dans les lieux où se trouvent les jeux. »

a refusé toute action pour le paiement de dettes de jeu de hasard..., il n'est nullement démontré que ce même législateur ait eu l'intention de se montrer aussi sévère pour les jeux de Bourse ; qu'il est à remarquer, tout d'abord, qu'il a gardé le silence le plus absolu sur ce point et qu'il n'a reproduit ni les dispositions de l'article 421 du Code Pénal français, qui punit des peines de l'emprisonnement et de l'amende les paris sur la hausse ou la baisse des effets publics, ni celles de l'article 1955 du Code Napoléon, qui n'accorde aucune action pour les dettes de jeu, ou le paiement des paris ; qu'on pourrait induire de ce silence que le législateur égyptien, loin d'adopter les principes de la loi française, ainsi que l'ont pensé les premiers juges, a voulu, au contraire, s'en écarter ou laisser tout au moins à la conscience des juges le soin de rechercher dans quel cas ces sortes d'opérations étaient licites et pourraient engendrer, entre les parties, des obligations valables. Mais attendu qu'en admettant même que l'article 148 du Code civil égyptien fût applicable aux marchés à terme, lorsque ces marchés ne constituent que des opérations fictives, dans lesquelles il n'y a en réalité ni chose vendue, ni chose achetée, ni acheteur, ni vendeur, mais seulement des enjeux soumis à des chances aléatoires et des joueurs ne poursuivant d'autre résultat que le gain et le paiement de simples différences ; il est évident que cet article ne saurait atteindre *les marchés à terme dans lesquels celui qui achète a l'intention de prendre livraison des titres, soit par lui-même, soit par tout autre qu'il aura à sa disposition au moment fixé pour la livraison*, puisqu'il n'y a, dans ce cas, ni en fait, ni en droit, jeu ou pari, mais vente réelle avec obligation de prendre et de livrer l'objet du contrat ;

que sans doute, il pourra arriver que le marché n'ait été fait qu'en vue d'une spéculation, mais que cette circonstance ne changerait pas la nature des choses et ne saurait transformer en une opération illicite un acte parfaitement régulier et légal en lui-même ; qu'il n'est point interdit de spéculer sur l'achat ou la vente des effets publics ; que ces sortes d'opérations sont entrées dans les habitudes ; que loin de nuire au crédit public, elles donnent, lorsqu'elles sont loyalement pratiquées, une impulsion féconde à l'activité et à la prospérité du marché ; qu'il ne faut pas les confondre avec cet agiotage sans pudeur comme sans mesure, qui jette la perturbation dans les affaires, en éloignant et en décourageant les acheteurs sérieux ; qu'il faut donc décider qu'elles sont valables, toutes les fois qu'elles ont pour but et pour résultat des mouvements de titres et des transmissions de valeurs, alors même qu'elles se liquideraient par un simple paiement de différence ; qu'il importe peu, pour leur validité, que les titres n'aient pas été réellement livrés, s'il est d'ailleurs certain qu'ils étaient ou pouvaient être à la disposition du vendeur au temps de la convention ou de la livraison et que l'intention des parties a été de pouvoir, le cas échéant, faire ou exiger cette livraison (1). »

Un autre arrêt invoque, en outre, comme base juridique de l'exception, l'article 11 du Code civil mixte, aux termes duquel : « en cas de silence, d'insuffisance ou d'obscurité de la loi, le juge se conformera aux principes du droit naturel et aux règles de l'équité ».

« Attendu », dit cet arrêt (2), « que les défendeurs, intimés

(1) Arrêt du 16 mai 1878. R. O., III, 246.

(2) Appel Alexandrie, 25 février 1897, B. L. J, IX, 194.

en appel, opposent à la demande une exception de nullité de titre, en soutenant qu'il s'agirait, en l'espèce, d'une obligation dénuée d'une cause certaine et licite ; qu'ils soutiennent qu'elle n'aurait d'autre cause que le jeu ;

« Attendu qu'il faut considérer, comme dette de jeu, toute dette contractée, à l'occasion de jeu, envers une personne qui y a pris part, ou qui y était intéressée ;

« Qu'une telle dette n'a aucun caractère d'obligation civile, donnant ouverture à une action en justice, selon la règle d'équité et de droit naturel, formellement consacrée par la plupart des législations positives (Code Civ. égyptien, art. 11 et 148, et Code Pénal, art. 316) ;

« Attendu que ce point de doctrine n'a pas été contesté par l'appelant, lequel se borne à soutenir, en s'appuyant sur le jugement dont appel, qu'en fait, le caractère illicite de l'obligation litigieuse ne serait pas acquis au procès ;

« Qu'il s'agit donc de savoir si, en l'espèce, ce caractère illicite peut être tenu pour démontré par des présomptions suffisamment précises et concordantes » ; et l'arrêt, après avoir analysé les circonstances de la cause, déboute le demandeur, en déclarant « impossible d'attribuer au billet litigieux une autre cause que celle d'un règlement de compte pour dettes de jeu ».

Nous croyons utile de mentionner encore un arrêt de la Cour mixte (1), qui se rallie à « la doctrine, non controversée en droit français, que la soi-disant dette de jeu ne peut être convertie par ratification, transaction ou novation, en une obligation civilement efficace, et spécialement, que le

(1) Appel Alexandrie, 13 février 1902, *R. O.*, XXVII, 144 ; *B. L. J.*, XIV, 134.

souscripteur d'un billet, ayant en réalité pour cause le jeu, peut en opposer la nullité au bénéficiaire, malgré la fausse indication d'une cause civilement efficace ».

L'arrêt ajoute que « si une telle doctrine est admise, sans contestation, dans un système qui classe le jeu et le pari parmi les contrats aléatoires, et semble ainsi ranger les obligations qui en dérivent dans la classe des obligations naturelles ; il doit en être de même, *à fortiori*, dans le système du Code des Tribunaux mixtes, plutôt conforme à la doctrine traditionnelle du droit romain (1) et de l'ancien droit français, lesquels tenaient les soi-disant dettes de jeu pour nulles et de nul effet, et déchargées de toutes obligations civiles ou naturelles ».

Les arrêts que nous venons de citer ne font que consacrer une règle de raison et d'équité implicitement visée dans la disposition de notre Code civil (art. 11), qui se réfère au droit naturel en cas de silence de la loi (2). C'est, au reste, un point de doctrine constant, en droit positif, qu'il faut tenir pour illicite et partant pour nulle, toute négociation ayant une cause immorale. En d'autres termes, toute cause immorale est illicite, et non pas seulement celle que la loi prohibe formellement (3).

Nous pouvons constater que la jurisprudence consacrait finalement, depuis le premier arrêt dans l'espèce (4), l'éter-

(1) Nous croyons que le droit musulman n'a dérogé au droit romain que dans les matières qui touchent à la religion ou au statut personnel.

(2) Art. 11. Code Civil mixte : « En cas de silence, d'insuffisance ou d'obscurité de la loi, le juge se conformera aux principes du droit naturel et aux règles de l'équité. »

Aussi, Règlement d'Organisation judiciaire, art. 34.

(3) C. Civ. français, art. 1133 ; C. Civ. allemand, art. 133.

(4) Appel Alexandrie, 16 mai 1878, *R. O.*, III, 246.

nelle distinction des marchés sérieux et de ceux dissimulant des jeux ou paris sur les différences des cours. Depuis lors, la Cour suprême d'Alexandrie n'a pas varié sur le principe de l'exception de jeu. Tous les arrêts subséquents étaient dans le même sens (1). C'était une jurisprudence analogue à celle qui sévit constamment en France avant la loi de 1885 (2).

Les conséquences pratiques, tirées de l'adoption de ce système par les décisions judiciaires, étaient nombreuses ; elles font comprendre la portée et les graves inconvénients pratiques de l'admission de l'exception de jeu en cette matière.

L'exception de jeu était invoquée *d'office* (d'après un certain arrêt) par le tribunal, comme étant d'ordre public (3); conséquence logique de la jurisprudence prémentionnée qui considère l'obligation dérivant du jeu comme ayant une cause illicite ou immorale.

D'ailleurs, la jurisprudence disait que pour pouvoir exciper de l'exception de jeu, il ne suffit pas de ne pas avoir eu l'intention de faire une opération sérieuse, mais il faut aussi prouver que l'autre partie a entendu, de son côté, et

(1) Arrêts du 1^{er} mai 1879, *R. O.*, IV, 319 ; 27 octobre 1881, *R. O.*, VI, 195 ; 26 janvier 1882, *R. O.*, VII, 80 ; 25 avril 1889, *B. L. J.*, I, 107 (et note) ; 21 mars 1895, *B. L. J.*, VII, 202 ; 14 mars 1900, *B. L. J.*, XII, 164 ; 9 mai 1901, *R. O.*, XXVI, 333 ; *B. L. J.*, XIII, 298 ; 13 février 1902, *R. O.*, XXVII, 144 ; *B. L. J.*, XIV, 134 ; 5 mars 1902, *B. L. J.*, XIV, 170 ; 13 mars 1902, *B. L. J.*, XIV, 188 ; 18 décembre 1902, *B. L. J.*, XV, 70 ; 25 mars 1903, *B. L. J.*, XVII, 211.

(2) Dès 1849. V. *supra*, p. 351-352.

(3) Appel Alexandrie, 9 mai 1901, *R. O.*, XXVI, 344.

dès le commencement, participer à une opération sur les fluctuations des cours (1).

L'exception de jeu ne pouvait être opposée au courtier ou à l'agent de change qui n'agit que comme simple intermédiaire (2) ; elle lui était opposable s'il agissait en contrepartie (3).

La jurisprudence refusant toute action pour l'exécution d'un jeu de Bourse, la dette du perdant ne pouvait être valablement garantie, ni par un cautionnement, ni par un gage ; elle ne pouvait être convertie par ratification, transaction ou novation, en une obligation civilement efficace (4). Mais si, en fait, le perdant payait volontairement sa dette naturelle, la répétition lui était refusée (5).

Il résulte de là qu'il était très important, comme du reste dans tous les cas de jeu ou de pari, de déterminer dans

(1) Donc, il ne suffisait pas, pour être fondé à invoquer l'exception de jeu, de se prévaloir de sa propre turpitude ; mais il fallait être en situation d'établir que la contre-partie a participé en pleine connaissance de cause, à une opération de pur agiotage. Appel Alexandrie, 9 mai 1901, *R. O.*, XXVI, 339 ; 5 mars 1902, *B. L. J.*, XIV, 170 ; 18 décembre 1902, *B. L. J.*, XV, 70 ; 25 mars 1903, *B. L. J.*, XV, 211.

Celui qui a demandé, dans les exploits signifiés à la partie adverse, à visiter la marchandise et à prendre livraison, sous peine de dommages en cas de non-livraison, ne saurait prétendre qu'il n'a pas eu l'intention de faire une opération sérieuse, mais de jouer. Arrêt du 7 mai 1902, *B. L. J.*, XIV, 280.

(2) Appel Alexandrie, 27 février 1895, *B. L. J.*, VII, 154 ; 28 janvier 1903, *B. L. J.*, XV, 1907 ; 3 janvier 1906, *B. L. J.*, XVIII, 69.

(3) Arrêt du 13 février 1902, *B. L. J.*, XIV, 134 ; *R. O.*, XXVII, 144. V. *supra*, p. 260.

(4) Arrêt du 13 février 1902, précité.

(5) Arrêt du 1^{er} avril 1903, *R. O.*, XXVIII, 238. Un auteur (VERCAMER — *Études historique et critique sur les jeux de Bourse et marchés à terme*, n° 43) était allé trop loin en admettant la faculté de répéter l'enjeu payé comme le corollaire naturel et juridique de la nullité des obligations immorales.

quels cas il y avait *paiement*. Le paiement proprement dit est l'exécution d'une obligation par la prestation faite au créancier de la chose due. Mais il est évident que, sous ce nom, on doit, au point de vue de refus de la répétition faite au perdant, comprendre aussi la *dation en paiement*. Au contraire, la souscription d'un billet à ordre, au profit du gagnant, ne constitue pas un paiement ; ce n'est ni un paiement, ni une dation en paiement. En conséquence, le souscripteur du billet pouvait opposer l'exception de jeu au bénéficiaire (1).

Pour être valable, le paiement d'une dette de jeu doit être volontaire, aussi les dettes résultant d'un marché à terme constituant un jeu, ne pouvaient faire l'objet d'une compensation légale ou judiciaire.

A ces solutions, se rattache une difficulté relative aux couvertures fournies aux courtiers (2). La Cour d'Alexandrie (3) décidait que le fait, par le débiteur, d'avoir donné des marchandises en couverture d'opérations de Bourse, et d'en avoir autorisé la vente pendant lesdites opérations, et à un moment où, par suite de la baisse des cours, il devait des sommes considérables, constitue un paiement volontaire d'une dette naturelle qui ne saurait faire l'objet d'une action en répétition, alors même que dans une instance antérieure, lesdites opérations ont été déclarées nulles, comme constituant un véritable jeu.

(1) Arrêt du 13 février 1902 précité. Seulement, en vertu des principes généraux qui régissent les effets de l'endossement, cette exception n'est pas opposable à un tiers de bonne foi d'un billet à ordre.

(2) V. *supra*, p. 23.

(3) Arrêt du 1^{er} avril 1903, *R. O.*, XXVIII, 238.

SECTION III

LES ABUS DU SYSTÈME JURISPRUDENTIEL.

La Cour suprême d'Alexandrie n'a pas varié sur le principe de l'exception de jeu. Elle a toujours décidé qu'il appartient au juge d'apprécier, d'après les circonstances de la cause, si le prétendu marché à terme est un marché *sérieux*, une spéculation licite ou un simple jeu, une de ces opérations d'agiotage, « qui, de tout temps, furent réprouvées comme immorales par les législations de tous les peuples civilisés et parfois même réprimées par les législations pénales ».

Or, les décisions ont varié en fait, parce que les faits ne se présentent pas tous avec les mêmes caractères (1). C'est ce qui a amené la Cour d'Alexandrie, comme beaucoup d'autres Cours d'autres pays, à avoir une jurisprudence changeante, tantôt admettant et tantôt rejetant l'exception de jeu, suivant les espèces.

D'ailleurs, les marchés à terme ont une grande utilité. La jurisprudence pouvait nuire au développement des marchés à terme sérieux, et elle favorisait trop souvent la mauvaise foi.

Sans les marchés à terme qui alimentent la spéculation, les emprunts de l'État ne se couvriraient pas avec une aussi grande facilité. Sans eux, l'État ne serait pas parvenu à se procurer les sommes énormes nécessaires à l'exécution des grandes travaux publics. Bien des individus ne se

(1) L'exception de jeu était, en général, plus facilement admise dans les tribunaux de première instance.

décident à souscrire à des emprunts que parce qu'ils espèrent réaliser des bénéfices en revendant à terme. Sans ces marchés, les entreprises industrielles, si nécessaires au développement du progrès, n'auraient pas pu attirer à elles les énormes capitaux qui ont été indispensables pour leur création.

Au point de vue moral, on s'est souvent attaqué aux spéculations auxquelles donnent lieu les marchés à terme. Elles ont l'inconvénient incontestable de permettre à un grand nombre de personnes de s'enrichir sans travailler. Mais cela ne doit pas suffire pour faire condamner ces marchés ; il y a bien d'autres opérations faites en dehors des Bourses, qui ont le même résultat et que personne ne songe à prohiber. Il faut aussi reconnaître que ce sont les marchés à terme qui donnent naissance aux manœuvres diverses désignées sous le nom d'*agiotage* ; mais les moyens de répression peuvent au moins restreindre ce dernier inconvénient (1).

Quand l'exception de jeu était opposée en matière de marchés à terme, on était placé en présence de la question suivante : à quel critérium devait-on s'attacher pour distinguer le marché à terme sérieux du marché à terme fictif constituant un jeu ou un pari ? Cette question est d'autant plus difficile à résoudre qu'un marché à terme sérieux peut n'aboutir à aucune livraison, puisque l'acheteur peut laisser revendre à ses risques les titres ou les marchandises achetés par lui, ou que le vendeur peut laisser acheter à ses risques les titres ou les marchandises qu'il a vendus, pour n'arriver qu'au paiement de différences.

(1) V. *supra*, p. 74 et s.

Dans la rigueur des principes, il aurait fallu dire que le jeu, ou le pari, n'existait qu'autant que les parties s'étaient mises d'accord dès le début, c'est-à-dire lors de la conclusion du marché pour n'arriver jamais à une livraison, mais pour payer des différences. Alors seulement l'opération n'a, en réalité, du marché à terme que le nom. Mais une convention expresse de cette nature est bien rare, et, d'ailleurs, comme on ne la constate pas par écrit, les juges en étaient réduits à rechercher dans les circonstances de l'espèce la nature réelle de l'opération. Il était impossible qu'ils ne commissent pas les plus graves erreurs et que souvent ils n'admissent pas l'exception de jeu à l'occasion d'une opération qui ne constituait pas réellement un pari. Des personnes peu délicates se prévalaient de l'exception de jeu pour échapper à des obligations onéreuses et obtenaient parfois gain de cause, alors que en réalité, elles avaient fait de véritables marchés à terme. Ainsi, un obstacle existait au développement des marchés à terme sérieux ; jamais un contractant n'était assuré que l'exception de jeu ne lui serait pas opposée et que, par une erreur des tribunaux, elle ne serait pas admise.

Dans ces conditions, la place d'Alexandrie, justement émue de cette situation fâcheuse, avait attiré l'attention des pouvoirs publics. « L'appréciation des faits, par les deux Chambres de la Cour d'appel d'Alexandrie, a varié dans des cas où il est extrêmement difficile de trouver une différence (1). »

(1) Rapport du Conseiller Judiciaire pour l'année 1903, p. 24. La 2^e Chambre avait, par ses arrêts du 9 mai 1901 (*R. O.*, XXVI, 333 ; *B. L. J.*, XIII, 298) et du 13 février 1902 (*R. O.*, XXVII, 144, *B. L. J.*,

Dès 1902, une pétition signée par les maisons financières et commerciales les plus influentes d'Alexandrie, et exposant les inconvénients sérieux résultant d'un tel état d'incertitude dans la loi, relativement à une matière aussi importante pour le commerce tout entier, a été présentée le 16 avril 1902 à la Cour d'Alexandrie, afin de la signaler aux pouvoirs publics (1).

Ainsi, le gouvernement a décidé de soumettre la question à la Commission de la Réforme judiciaire, dite Internationale, et « prenant en considération, dit le Conseiller Judiciaire (2), le fait que la plupart des législations admettent la validité des marchés à terme, soit toujours, soit dans certains cas, il a résolu, après quelques hésitations, de présenter une loi validant ces contrats, même lorsque les parties n'ont eu en vue que le règlement des différences ».

Il y a lieu de remarquer que, dès que le projet du gouvernement fut connu, la jurisprudence de la Cour d'appel mixte semblait fixée dans le sens du projet (3). Ainsi, elle

134) accueilli l'exception de jeu, estimant que si le marché à découvert pouvait être valable lorsqu'il correspondait à une affaire sérieuse, il devait être annulé s'il ne constituait qu'un simple pari sur les cours. Or, le 5 mars 1902, la 1^{re} Chambre, dans une espèce toute semblable, repoussait au contraire l'exception de jeu (*B. L. J.*, XIV, 170). Deux autres arrêts de la 2^e Chambre, des 13 mars (*B. L. J.*, XIV, 188) et 18 décembre 1902 (*B. L. J.*, XV, 70) l'un admettait, l'autre repoussait l'exception de jeu.

(1) Comme cette requête est à la base de toute la législation de la Bourse en Égypte, ainsi que la lettre du vice-président à la Cour, transmettait cette pétition au Ministère de la Justice, nous avons inséré intégralement, dans la deuxième partie de cet ouvrage (p. 131-132) ces deux documents, dont l'importance est capitale dans l'histoire de la Bourse égyptienne.

(2) Rapport pour l'année 1903, p. 24.

(3) Rapport du Conseiller Judiciaire pour l'année 1905, p. 58 et l'année 1906, p. 21.

déclarait qu'aucune disposition de la loi égyptienne n'annule les marchés à terme, alors même qu'ils doivent se résoudre par le règlement de simples différences, à moins que des manœuvres dolosives n'aient vicié le consentement (1).

(1) Arrêts des 22 mars 1905 (*B. L. J.*, XVII, 168) et 7 juin 1905 (*B. L. J.*, XVII, 332). Les arrêts des 1^{er} février 1905 (*B. L. J.*, XVII, 105) et 1^{er} mars 1905 (*B. L. J.*, XVII, 135) paraissent un peu moins catégoriques.

CHAPITRE IV

LES PROJETS DE RÉFORME

Nous avons indiqué précédemment, dans l'historique de réglementation de la Bourse égyptienne, que cette réglementation est née du problème relatif au marché à terme (1). Aussi, nous avons donné le développement de l'ensemble de la question dans la Commission Internationale; maintenant, nous analysons le problème du marché à terme devant cette Commission, et les différentes propositions dans cette matière. Il y a d'abord le projet primitif du Gouvernement qui tendait à valider les marchés à terme, même s'ils étaient purement différentiels. Ensuite, la proposition Vercamer, qui tendait à restreindre la liberté de conclusion des marchés à terme. Et enfin, il y a le projet définitif du Gouvernement qui est devenu la loi actuelle du 8 novembre 1909. Dans ce chapitre, nous parlerons seulement de ces deux premiers projets; mais, dans un chapitre suivant, nous analyserons le loi même de 1909.

(1) Voir *supra* p. 125 et s.

SECTION PREMIERE

LE PROJET DU GOUVERNEMENT.

Le projet présenté à la Commission se composait d'un article unique ainsi conçu : « Tous marchés à terme sur effets publics ou autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises, sont reconnus valables, alors même que, dans l'intention des parties contractantes, *ils devraient se résoudre* par le paiement d'une simple différence. »

Le gouvernement se rendait parfaitement compte que cette solution de la difficulté donnée par le présent projet, quoiqu'elle ait été adoptée par la France, l'Espagne et l'Italie (1), pouvait avoir en Égypte des effets pernicioeux, en encourageant le jeu sur le coton. Mais, d'un autre côté, les cercles commerciaux, que cette législation concerne particulièrement, semblaient absolument hostiles, soit à la proscription de tous les marchés à terme, — qui sont considérés par la majorité comme indispensables au commerce, — soit à l'abandon aux tribunaux du droit d'apprécier dans chaque affaire si la transaction est réelle ou fictive.

Cependant, le gouvernement déclara qu'il « fera le meilleur accueil à n'importe quel projet pour la solution du problème que la sagesse de la Commission, ou de l'un de ses membres, pourra lui suggérer, et qui mettrait un terme au *pur agiotage*, tout en donnant satisfaction aux besoins de la *spéculation légitime* (2) ».

(1) Loi française de 1885, loi espagnole de 1885 et la loi italienne de 1876.

(2) Rapport du Conseiller Judiciaire pour l'année 1903, p. 24.

C'est M. Malcolm McIlwraith, Conseiller Judiciaire au Ministère de la Justice, qui assumait la tâche de défendre le projet devant la Commission. Il prononça une longue plaidoirie en faveur du marché à terme et son utilité pour l'économie du pays (1).

Prenant parti pour la loi française du 28 mars 1885, dont s'inspire le projet du gouvernement, il a eu beau s'écrier : « Le système de la liberté en matière de marchés à terme a-t-il donné de mauvais résultats en France ? M. Vercamer l'affirme énergiquement et parle volontiers, dans ses livres, des effets déplorables de *cette loi néfaste* (2). Pour moi, la chose n'est pas démontrée. J'ai eu, l'année dernière, un long entretien avec M. le Professeur Lyon-Caen, le rapporteur de cette loi, et il ne me paraissait nullement mécontent des résultats qu'elle avait donnés... Quoi qu'il en soit, Messieurs, il importe de faire remarquer que, si la Commission adoptait cette solution, elle ne ferait que consacrer le système qui a prévalu, en fait, en Égypte, depuis l'introduction des tribunaux de la Réforme (3) jusqu'en 1902. En effet, depuis l'installation des tribunaux mixtes jusqu'en 1902, tous les contrats portant ventes à terme ont été reconnus licites (Jurisprudence publiée). Certes, c'est surtout dans ces dernières années que les marchés à terme sur denrées

(1) Séance du 11 juin 1904. Procès-verbal n° 26, p. 9-35. Il cite l'opinion favorable de M. Carver, un grand négociant très connu sur la place d'Alexandrie.

(2) M. VERCAMER, Conseiller à la Cour d'Appel mixte d'Alexandrie, délégué belge à la Commission Internationale. Ses deux livres cités sont : *Étude historique et critique sur les jeux de Bourse et marchés à terme*, Bruxelles 1903, et *La Question internationale des jeux de Bourse en Égypte*, Bruxelles 1904.

(3) C'est l'appellation des Tribunaux mixtes.

et marchandises, ont pris une extension considérable ; néanmoins, il est bien certain que des marchés purement différentiels se concluaient, et que l'exception de jeu a été soulevée devant les tribunaux... Comme il est impossible, à mon avis, de déclarer illicite tout marché à terme (ce sont là des contrats parfaitement licites en droit civil, qui se concluent tous les jours, et portent très fréquemment sur des choses encore inexistantes), comme (à part de très rares arrêts) la Cour mixte a sanctionné les pratiques suivies dans le commerce égyptien, et comme le commerce a besoin de sécurité, le Gouvernement ne fait que vous proposer de consacrer législativement un principe qui correspond, en fait, aux décisions de la Jurisprudence » (1).

En terminant sa plaidoirie, il disait : « Voilà donc, Messieurs, les quelques considérations que j'avais à vous soumettre et qui me paraissent militer en faveur du projet du gouvernement. Je déclare que je n'en suis pas violemment épris et que je suis tout prêt à me rallier à tout autre système qui paraîtra de nature à mettre un frein au *jeu* sans porter atteinte aux nécessités du commerce. Je reconnais d'ailleurs, que la question est une des plus ardues que l'on puisse être appelé à résoudre, et que les plus grands esprits du jour hésitent à l'affronter (2). »

(1) Il nous semble, ici, que les paroles prononcées par M. le Conseiller Judiciaire, dépassent sa pensée. Il y a bien une grande différence entre la jurisprudence antérieure qui ne reconnaît que les marchés sérieux, et le projet du gouvernement qui consacre la validité de tous marchés à terme, même de ceux dont l'objet en est simplement le paiement de différence.

(2) Il racontait qu'en 1904, un député anglais (M. L. V. Harcourt) faisait des démarches auprès de M. Balfour, Premier Ministre britannique, afin de l'engager à prendre des mesures pour venir en aide

Ce projet devint l'objet d'une controverse animée et souleva la vive opposition d'un des membres de la Commission, M. Vercamer (le délégué belge), qui professe des doctrines vigoureuses sur les marchés à terme, doctrines auxquelles ne paraissent point se rallier ses collègues.

Certains délégués (allemand et espagnol) soutenaient le projet du gouvernement ; d'autres (grec) demandaient que la loi sanctionne le système jurisprudentiel ; d'autres encore prévoyaient des garanties pour le caractère sérieux de l'opération, soit dans l'exclusion de l'exception de jeu entre commerçants seulement (autrichien, français et allemand), soit dans la publicité du marché à terme (portugais).

aux filateurs de coton du Lancashire, à propos de la réunion de la Conférence des filateurs à Zurich, et il l'entretenait notamment du problème des jeux de Bourse (*gambling in futures*). Or, voici ce que M. Balfour lui répondit :

« Le second point intéressant, c'est l'extension qu'ont pris les marchés à terme. Je suis loin de contester que cette pratique ne soit un mal, mais la difficulté de distinguer entre les opérations licites et illicites, entre celles qui facilitent le commerce et celles qui l'entravent est si grande, et nos doutes sur la possibilité de trouver un remède législatif sont si profonds, que nous ne pourrions guère prendre l'initiative de convoquer une conférence pour discuter cette forme particulière de la spéculation, quoique nous soyons entièrement disposés à prendre en considération toutes propositions qu'une pareille conférence pourrait formuler. »

« The second subject of interest is the prevalence of the practice of *gambling in futures*. I am far from denying that this may often be an evil but the difficulty of distinguishing between legitimate and illegitimate transactions, between those which help the trade and those which hinder it, is so great and our doubts as to the possibility of finding a legislative remedy even for admitted evils, are so deep-seated that we could hardly take a leading part in summoning a conference to discuss this particular form of speculation, though we should be quite ready to consider any recommendations which such a conference might suggest. »

Nous donnons ici les déclarations de ces délégués comme elles figurent dans les travaux de la Commission :

M. Antoniadis (délégué grec) admettait la faculté laissée au tribunal, d'apprécier s'il y a marché sérieux ou non. « Le Gouvernement Hellénique, disait-il, considère que le paiement différentiel cache presque toujours le jeu ; que la preuve est difficile à administrer et que sanctionner par une loi la validité d'une pareille convention, ce serait encourager la spéculation. » Par conséquent, M. Antoniadis déclara qu'il voterait le projet du gouvernement égyptien, dans sa première partie seulement, à savoir en tant qu'elle vise la validité des marchés à terme, et qu'il voterait contre la seconde partie qui admet valables les conventions qui devraient se résoudre par le paiement d'une simple différence (1).

M. de Korizmios (délégué autrichien) s'exprima dans les termes suivants : « Dans les instructions que j'ai reçues en vue des travaux de la Commission de la Réforme, le Ministère des Affaires Étrangères, se faisant l'organe des Gouvernements Autrichien et Hongrois, a exprimé, au sujet de l'annexe D (2), le vœu que la disposition qui exclut l'exception de jeu des marchés à terme soit restreinte aux relations entre commerçants seulement, le qualificatif de *commerçant* à prendre, bien entendu, dans une acception plus large, embrassant tous ceux qui font des affaires et de la spéculation leur profession ou occupation habituelle, tels que courtiers, agents de change, boursiers, etc... (3) »

(1) Séance du 11 juin 1904, procès-verbal n° 26, p. 35.

(2) Le projet du Gouvernement Égyptien.

(3) *Ibid.*, p. 36.

M. Gescher (délégué allemand) disait que « ses instructions l'autorisent à déclarer que le projet du gouvernement va trop loin. On pourrait peut-être entrer dans cette voie si, en Égypte, la Bourse et le métier de courtier étaient réglementés et surveillés par le gouvernement. Mais, aussi longtemps que ces conditions font défaut, il convient de rechercher comment on pourrait réprimer l'agiotage, tout en sauvegardant les intérêts du commerce légitime ». Il ajoutait que « l'état actuel de la législation lui semble défectueux : il crée une incertitude sur la validité des marchés à terme, à laquelle la jurisprudence est impuissante à remédier, réduite, comme elle l'est, à examiner dans chaque cas, si, d'après les éléments de la cause, les parties n'ont eu en vue qu'une simple spéculation sur la différence des cours. La nécessité d'une mesure législative s'impose donc (1). »

M. de Sigoyer (délégué français) admettait le principe de la loi française de 1885. Il se ralliait cependant pour l'Égypte, au système présenté par le délégué de l'Autriche (2).

M. de Souza Larcher (délégué portugais) réclama pour l'Égypte le système admis par le législateur portugais : Permettre les marchés à terme en les entourant de conditions et de garanties de nature à leur donner le caractère de contrats sérieux. Ainsi, « d'une part, disait-il, que les légitimes besoins du commerce ne soient pas entravés, et que, d'autre part, on empêche la spéculation désordonnée, qui devient le pire des jeux. »

(1) *Ibid.*, p. 36.

(2) *Ibid.*, p. 37. Mais pourquoi ne pas admettre, en Égypte, le principe de la loi de 1885, tel qu'il est en France ? M. le Délégué ne nous renseigne nullement sur la question.

Il préconisa un système de réglementation de la Bourse, dont nous relevons les deux articles concernant les marchés à terme :

ART. 5. — Les marchés à terme seront publiés à la Bourse et enregistrés dans un livre à ce destiné par le courtier qui aura été chargé de l'opération.

ART. 6. — Il n'y aura pas d'action pour exiger en justice l'exécution des marchés à terme faite par l'entremise de courtiers, s'ils n'ont pas été publiés et enregistrés aux termes de l'article précédent, sauf si l'action est dirigée par le commettant contre le courtier lui-même, pour les dommages-intérêts qui pourront résulter de l'ommission de la publication et de l'enregistrement (1).

M. Moriondo (délégué italien) (2) disait « qu'à son avis, personne ne songeait à mettre des entraves aux marchés à terme sérieux, qui sont une nécessité pour le commerce, mais qu'il faudrait chercher les moyens d'empêcher les abus, c'est-à-dire les contrats purement différentiels, l'agiotage, sous le couvert de marchés à terme qui ont pris une énorme proportion en Egypte, et, dans ce but, il s'associe à la proposition faite par M. de Korizmios (délégué de l'Autriche), en ajoutant que la contre-partie dans ces marchés devrait être toujours connue (3) ».

M. de Vasquez (délégué espagnol) déclara que la loi espagnole en vigueur repose sur les mêmes principes que les

(1) *Ibid.*, p. 37.

(2) Conseiller à la Cour d'Appel d'Alexandrie. C'est lui qui a rédigé, en 1883, les codes indigènes.

(3) *Ibid.*, p. 38.

lois française et italienne, et le projet en discussion. Par suite, il se rallia au point de vue égyptien (1).

Dans cette séance du 11 juin 1904 où la question fut très longuement discutée (et dont nous avons tenu à reproduire les différents points de vue des délégués), il se manifesta parmi les membres de la Commission une tendance à se rallier à l'idée d'une réglementation officielle de la Bourse, avec restrictions concernant les personnes admises à conclure valablement des marchés à terme (thèse autrichienne). La Sous-Commission avait chargé M. Vercamer (quelle que soit son opinion sur le fonds de la question) de préparer un projet en ce sens ; nous examinons, dans la section suivante, ce projet dans ses dispositions concernant le marché à terme.

SECTION II

LA PROPOSITION VERCAMER.

M. Vercamer présenta à la Commission Internationale un projet de révision de la Section II, chapitre II (art. 72/81) du Code de commerce, dont nous relevons, en ce qui concerne le marché à terme, les trois articles suivants :

ART. 79. — Les marchés à terme sur effets publics, ne seront négociables en Bourse, au comptant ou à terme, qu'après remise ou dépôt préalable des titres à négocier et des fonds affectés à leur acquittement.

Les marchés à livrer sur denrées et marchandises ne

(1) *Ibid.*, p. 38.

seront négociables en Bourse qu'à la charge d'en garantir l'exécution par un cautionnement dont le montant sera fixé par le règlement de la Bourse d'après l'importance du marché.

ART. 80. — Qu'il s'agisse d'effets ou de marchandises, il ne pourra être procédé à aucun appel de couverture ou de marges postérieurement à la conclusion du marché, ni à aucune exécution ou liquidation différentielle antérieurement au terme fixé pour la livraison.

ART. 81. — 1. Seront seuls admis à négocier des marchés à terme sur denrées ou marchandises, soit en leur nom, soit par l'intermédiaire d'un courtier, les négociants et producteurs agricoles ou manufacturiers immatriculés à la Bourse.

2. L'immatriculation impliquera la soumission de l'immatriculé à la loi commerciale, spécialement en matière de faillite et de banqueroute, ainsi qu'à la juridiction arbitrale qui serait établie par le règlement boursier dans les limites tracées au Chapitre III, Section V, du Code de procédure.

*
* *

Ce projet mérite d'être analysé ici, d'abord parce qu'il est très étudié par son auteur, et aussi parce qu'il se ressent manifestement de l'ancienne législation française, d'une part, et la loi allemande du 22 juin 1896, de l'autre. D'ailleurs, ce projet a été accompagné par des observations écrites présentées par M. Vercamer à la Commission, et qui constituent (d'après les dires même de l'auteur) l'exposé des motifs (1).

(1) M. Vercamer a présenté deux notes : une antérieure à la déposition du projet (Séance du 11 juin 1904, procès-verbal n° 26), l'autre postérieurement (Séance du 13 mars 1905, procès-verbal, n° 38).

Les articles 79, 80 et 81 précités tranchent la question de savoir s'il convient, et dans quelle mesure, d'admettre la validité de l'opération de Bourse appelée en France *marché à découvert*, et en Allemagne *marché en blanc* (*Blanco Terminihandel*) ce qui s'entend de la négociation en Bourse d'une valeur ou d'une marchandise abstraite, c'est-à-dire inexistante ou fictivement déterminée.

Le projet, en l'occurrence, fait une distinction entre la *négociation des effets publics ou valeurs*, et le *marché à livrer sur denrées ou marchandises* ; ceux-ci lui paraissent devoir être autorisés, dans les limites de certaines nécessités économiques, tandis qu'à l'égard des valeurs, le marché à découvert lui semble devoir être absolument pros crit, comme ne constituant qu'un pur agiotage. Cette dernière règle, telle qu'elle est énoncée par l'article 79, n'est qu'un retour à l'ancienne législation française (arrêts du Conseil du Roi du 24 septembre 1724, et 7 août 1785) (1), et de fait, elle ne gênait guère les usages établis dans les Bourses de valeurs en Égypte à cette époque, où l'on n'opérait le plus souvent qu'au comptant (2).

Voici comment s'explique l'auteur du projet dans la note explicative :

« Que l'opération à découvert s'impose dans le commerce des denrées et marchandises, cela ne peut être sérieusement contesté. L'exportateur doit pouvoir opérer à découvert pour faire face à ses entreprises de livraisons échelonnées.

(1) V. *supra*, p. 344 et 345.

(2) Encore aujourd'hui, depuis la suppression du marché à terme, en valeurs dans les Bourses égyptiennes en 1914, on n'opère qu'au comptant.

Le négociant qui traite d'une entreprise fournitures avec l'État, une grande Administration, ou un Établissement industriel, doit pouvoir s'assurer à l'avance, par des marchés à découvert, les grains, les fourrages, les produits quelconques, agricoles ou industriels, qu'il s'est engagé à fournir pendant des périodes de temps parfois très longues. Le manufacturier doit pouvoir s'assurer à l'avance le prix des matières premières nécessaires au fonctionnement de son industrie, pour établir le prix de revient de ses produits manufacturés. Le producteur agricole doit pouvoir de même s'assurer, au moment le plus favorable, le prix de sa récolte sur pied, de manière à échapper aux risques des fluctuations qui pourraient se produire dans la suite. Et si, dans ces diverses hypothèses, ces diverses personnes sont amenées par des circonstances fortuites à modifier leurs positions, ils doivent pouvoir le faire sans que la liquidation différentielle qui en résultera doive être tenue pour la manifestation d'un simple jeu de Bourse. »

« De même, l'on peut admettre d'une façon plus spéciale que des négociants très respectables soient en quelque sorte forcés, dans l'organisation de nos modernes Bourses de commerce, à faire des opérations en blanc, des opérations purement différentielles, pour diminuer les risques inhérents à leurs achats effectifs. »

« Le projet admet donc la légitimité du marché fait à découvert sur les denrées et marchandises comme constituant une nécessité du commerce moderne ; mais il restreint cette légitimité dans les limites de cette nécessité, en n'admettant la validité juridique de l'opération qu'entre les personnes, dont c'est le métier de spéculer. »

« Au contraire, il proscriit d'autre part le marché fait à découvert sur des effets publics ou valeurs de placement, parce que, en l'occurrence, l'opération ne répond à aucune nécessité économique, à aucune spéculation productive, mais seulement à une spéculation purement agioteuse. »

« En admettant que le marché à découvert puisse être en la matière d'une utilité avouable dans certaines circonstances exceptionnelles, faudrait-il le proscrire, parce que ses avantages sont peu de chose à côté des inconvénients qu'il présente, parce qu'il est, en fait, une source d'escroqueries individuelles et de délits collectifs, parce que la Bourse des valeurs est un champ clos où la victoire appartient à l'avance au plus fort, au plus malin !! »

Pour mettre obstacle aux marchés à terme en valeurs faits à découvert, l'art. 79 de ce projet exige (1) la « *remise ou dépôt préalable des titres à négocier et des fonds affectés à leur acquittement* ».

Devant les critiques adressées à cette disposition, l'auteur du projet reconnaissait, dans sa note explicative, « que les termes de cette disposition ont dépassé sa pensée, et que la disposition doit être modifiée en ce sens que ce n'est une *consignation réelle* des titres à négocier ou des deniers affectés à leur acquittement qui doit être exigée, mais une *simple justification* de la possession de ces derniers ou de ces titres; la production d'un certificat d'inscription nominatif suffirait, s'il s'agit d'actions nominatives, de même qu'il suffirait, pour les titres au porteur, d'un certificat constatant que les titres à négocier figurent dans une banque

(1) Comme l'art. 7 de l'Arrêt du Conseil du Roi, du 7 août 1875.

ou dans l'étude d'un notaire sous le dossier du vendeur (1) ».

D'ailleurs la note dit : « qu'il ne faut pas exagérer la portée de l'art. 79. Toute vente à terme sera absolument valable dès qu'elle aura pour objet un titre faisant partie du patrimoine du vendeur, et alors même que l'opération aboutirait à une liquidation différentielle. Si le vendeur du titre, qui a exactement escompté une baisse, réalise de ce chef un profit par un rachat opéré antérieurement à l'échéance du terme, ce n'est pas la stipulation d'un terme (celle-ci est légitime à la Bourse comme au dehors de la Bourse), ni même l'intention purement spéculative, que le juge n'aura plus à rechercher, mais seulement le fait d'avoir opéré à découvert. Peu importe que l'opération ait abouti ou non à une livraison du titre, dès qu'elle a eu pour objet les titres effectivement possédés par le vendeur. »

On remarque que le projet en question ne restreint pas la liberté des contrats en ce qui concerne la durée du terme. La note estime que « ces restrictions n'ont été imaginées en réalité par les agioteurs et les intermédiaires qui exploitent à leur profit la passion de l'agiotage, que pour multiplier les reports et les liquidations différentielles qui sont, pour eux, une source de profits usuraires. Voyez par exemple ce qui se passe à la Bourse parisienne des valeurs, où les soi-disant opérations à terme se liquident à brève échéance, tandis que les soi-disant opérations au comptant traînent souvent en longueur au delà de la première liquidation (2) ».

(1) Mais M. Vercamer ignorait-il que l'institution de notaires est inconnue en Égypte ? Il est très imbu de cette rectification qu'il a faite à son projet de l'Arrêt du Conseil du Roi, du 2 octobre 1875.

(2) « Ainsi que M. Raphaël Lévy l'a constaté au Congrès des valeurs mobilières tenu à Paris en 1900. »

Quant aux marchés qui ont pour objets des denrées ou marchandises, la faculté d'opérer à découvert s'impose, mais comme il s'agit d'une « faculté dangereuse », le projet établit deux limitations : d'une part, il la restreint dans les relations *entre négociants et producteurs agricoles ou manufacturiers immatriculés à la Bourse*, et d'autre part, il exige *des garanties d'exécution du contrat*.

L'immatriculation, visée dans l'article 81 du projet, correspond, en somme, au registre de Bourse dans le système allemand de la loi du 22 juin 1896 (*Boersenregister*) (1).

La note en question va jusqu'à citer la notice de M. le Professeur Thaller sur la loi allemande dans les passages suivants (2) : « C'est devenu un devoir pour le législateur d'écarter du marché à terme les irréguliers, ceux que leur profession n'invite pas à fréquenter ce marché, et qui, par l'irréflexion de leur conduite, viennent lourdement peser sur les cours, et déterminer les crises. Ce n'est pas seulement parce qu'ils exposent la fortune des leurs, ou parce qu'ils veulent s'enrichir sans travail, qu'il convient de tenir à distance du marché à terme les oisifs ou les gens de position assise. C'est surtout parce qu'ils faussent les prix en faisant

(1) Cette loi disposait que les personnes admises à opérer à terme devaient être inscrites, en principe, sur un registre spécial (*Boersenregister*). La loi du 8 mai 1808 a supprimé le registre, mais la validité des marchés à terme n'est pas admise entre toutes personnes. Elle l'est entre commerçants immatriculés au registre de commerce, et différentes personnes énumérées dans l'art. 53, *Annuaire de législation étrangère*, 1909, p. 73. Traduction de la loi du 8 mai 1908, par Etienne LEDUC.

(2) V. *L'Annuaire étranger*, 1897, V., en outre, la communication de M. Thaller à la Société de Législation comparée (*Bulletin de la Société de Législation Comparée*, 1898, p. 130).

irruption à la Bourse, parce qu'ils impriment à la valeur sur laquelle ils se portent une ascension désordonnée, font tomber ensuite cette valeur qui n'a rien à se reprocher des erreurs des hommes, parce qu'ils ont servi les plans de spéculateurs plus habiles qui leur tendaient des pièges. Le marché à terme, limité dans son exercice aux personnes capables de prévoir le marché des cours, exercerait une action beaucoup moins nuisible ; il endiguerait les prix au lieu de déchaîner tantôt dans un sens et tantôt dans l'autre. »

« Avec M. Thaller, dit la note, le soussigné estime que la réforme en question aurait cette conséquence heureuse d'endiguer en quelque sorte l'agiotage. Et elle lui paraît se recommander encore, en ce qu'elle permettrait d'introduire en la matière, une présomption *juris et de jure* de validité des opérations de Bourse, dans des cas où cette présomption est raisonnable ; car il est vrai de dire que dans les rapports entre négociants et producteurs agricoles ou manufacturiers, la distinction entre l'agiotage et la spéculation légitime est trop subtile pour ne pas donner lieu forcément à de grandes divergences d'appréciation. »

Plus loin encore, la note dit : « que dans le système allemand l'institution des registres de Bourse n'est qu'un palliatif, et un palliatif d'une notoire insuffisance. La question de savoir sur quelle base il convient de déterminer les conditions de l'immatriculation forme le problème le plus épineux que la matière soulève. Ce problème est trop complexe pour pouvoir être tranché par une formule législative ; des règlements boursiers susceptibles de concilier des intérêts contradictoires, tout en s'adaptant aux circonstances de milieu et d'époque, fourniront une solution à la fois ration-

nelle et pratique, mieux qu'un texte légal, nécessairement abstrait. Néanmoins, quel que soit en l'occurrence le système adopté, le registre de Bourse ne sera jamais qu'un palliatif. Veut-on vraiment empêcher les Bourses de commerce de dégénérer en maisons de jeu ? Veut-on en faire des marchés publics d'approvisionnement répondant au but primordial de leur institution ? Dans ce cas, il importe d'exiger de ceux qui prétendent pratiquer des spéculations à terme les plus sérieuses garanties d'exécution ; et surtout il importe d'interdire, de la façon la plus absolue, la pratique américaine des appels de couverture ou marges, moyens évidents d'arriver à des liquidations différentielles antérieurement à la date fixée pour une prétendue livraison, qui, en réalité, ne rentre jamais dans les prévisions loyales et sincères des contractants. »

M. Vercamer faisait suivre son projet de dispositions dont le but tendait à modifier certains articles des Codes civil, commercial et pénal :

Il proposait d'ajouter à l'art. 148 du Code civil « l'obligation n'existe que si elle a une cause certaine et licite », la disposition suivante : « Sont nuls comme contraires à l'ordre public et aux bonnes mœurs les paris ou jeux de Bourse, c'est-à-dire toute convention dans laquelle la commune intention des parties est d'exclure la livraison des denrées, marchandises ou valeurs mobilières quelconques, sur lesquelles elles ne traitent qu'en apparence et de borner l'objet du contrat à une simple différence sur la hausse ou la baisse des cours. »

Une réforme connexe encore, qui consiste à ajouter à l'art. 2 C. Comm., une disposition tendant à ranger désor-

mais les opérations à terme de Bourse, sur denrées ou marchandises, parmi les actes de commerce. « Il y aurait là, dit la note explicative, un nouveau frein apporté à l'agiotage; l'immatriculation à une Bourse de marché à terme impliquant ainsi logiquement un assujétissement de l'immatriculé à la loi commerciale spécialement en matière de faillite et de banqueroute. »

Enfin, une proposition connexe peut ajouter à l'art. 295 du Code pénal : « Sera déclaré banqueroutier simple tout commerçant qui 1^o. . . . 2^o. . . . s'il a consommé de fortes sommes au jeu, à des opérations de pur hasard, ou à des opérations fictives de Bourse ou sur marchandises » le texte suivant... « ou s'il s'est rendu insolvable par des spéculations ne rentrant pas dans le cercle de ses affaires, ou dépassant manifestement ses moyens pécuniaires (1). Et un deuxième article (295 *bis*) rédigé comme suit : « Seront poursuivis comme complices et punis des mêmes peines, tous intermédiaires qui auront contribué à la faillite, par des incitations intéressées, des conseils téméraires ou des nouvelles sciemment inexactes. »

A la suite de discussions nombreuses au sein de la Commission, on a vu que le système allemand du *registre de Bourse*, préconisé par M. Vercamer, est irréalisable pratiquement en Égypte. Notre législation, comme les législa-

(1) La note signale, dans cet ordre d'idées, une disposition du Code pénal hongrois, qui punit des peines de la banqueroute « ceux qui se sont rendus insolvable par des spéculations ne rentrant pas dans le cercle normal de leurs affaires ».

tions de pays latins, ignore même le *registre de commerce*, tel qu'il existe en Allemagne (1).

Le projet fut transmis à trois Chambres de Commerce (les Chambres : britannique, française et autrichienne) dont les opinions à cet égard ont été communiquées à la Sous-Commission.

Toutes les trois se montraient *résolument opposées à toutes restrictions de la liberté de conclure des marchés à terme*, analogues à ceux que M. Vercamer proposait d'édicter.

A la Sous-Commission, l'on décida de mettre aux voix la question de savoir s'il fallait admettre *la liberté absolue des marchés à terme, sans distinction de personnes, et sans restrictions de fond*, mais avec une réglementation intérieure de la Bourse (2).

Cette question ayant été résolue affirmativement par la majorité de la Commission, le gouvernement a entrepris l'élaboration d'un projet qui a été approuvé dans ses lignes essentielles, et qui a eu comme conséquence la loi actuelle du 8 novembre 1909.

(1) V. La communication de M. Thaller à la Société de Législation comparée, précitée.

(2) La proposition était ainsi formulée : « La Commission est-elle d'avis d'accepter le principe de la liberté absolue des marchés à terme, sans distinction de personnes ou autres restrictions de fond, mais avec une réglementation intérieure de la Bourse ? »

CHAPITRE V

LA LOI DU 8 NOVEMBRE 1909 SA VÉRITABLE PORTÉE

Le nouvel article 79/73 du Code de commerce est conçu comme suit :

« Toutes opérations à terme conclues dans une Bourse autorisée en conformité de la loi et des règlements de la Bourse, et portant sur des marchandises ou des valeurs admises à la cote, seront licites et valables, alors même que, dans l'intention des parties contractantes, *elles devraient se résoudre* par le paiement d'une simple différence. »

« Toute opération différentielle conclue, contrairement aux dispositions précédentes, ne pourra donner lieu à une action judiciaire. »

De ce texte, il résulte que pour que les marchés à terme soient valables, ils doivent remplir quatre conditions, savoir :

1^o Ils doivent être conclus dans une Bourse officiellement autorisée ;

2^o Ils doivent être conclus par des courtiers dûment inscrits ;

3^o Ils doivent être faits en conformité de la loi et des règlements de la Bourse des valeurs ou des marchandises ;

4^o Ils doivent porter sur des valeurs ou des marchandises admises à la cote.

Ainsi, la loi du 8 novembre 1909 ne s'est pas bornée à déclarer les marchés à terme, conclus dans les conditions ci-indiquées, légaux ; *elle veut exclure l'exception de jeu en cette matière, même si les parties ont voulu, dès l'origine, ne pas arriver à une livraison effective.*

En ce qui concerne les opérations à terme conclues en dehors de la Bourse, elles sont présumées, d'après la loi du 8 novembre 1909 (art. 79/73 C. Comm., 2^e al.), de *simples jeux* sur les différences et, comme tels, dépourvus de la sanction judiciaire. La loi a voulu éviter les difficultés graves qui se présentent dans la pratique, toutes les fois qu'il s'agit de décider en fait si telle opération à terme destinée à se solder par le paiement de différences, est une simple opération sérieuse, ou une simple spéculation sur les différences ; en d'autres termes, un jeu. Or, la présomption établie par la loi dans la matière peut être détruite par la preuve du contraire, qui n'est pas bien difficile à faire si l'opération en question est réellement sérieuse. La preuve que l'opération n'est qu'un simple jeu est dans la pratique bien plus difficile à fournir et son application subit nécessairement l'influence des diverses manières de voir des juges au sujet des opérations différentielles (1).

(1) Cette disposition, art. 79/73, al. 2, a été ajoutée au texte, sur les propositions de MM. Bernardi et de Korizmios, lors de la discussion du projet à la Commission Internationale.

M. Vasquez avait même proposé que les opérations, tant celles

Cette doctrine relative au sens de la loi de 1909 est adoptée par tous les auteurs (1) et par toutes les juridictions, et depuis lors la jurisprudence est constante (2).

Cependant, un arrêt de la Cour d'appel d'Alexandrie, en date du 25 janvier 1916, qui est heureusement le seul dans son genre, semble mettre cette doctrine en doute. Dans l'espèce, c'est un courtier qui opposait l'exception de jeu à son client. Voici, en effet, le texte qui nous intéresse, de cette décision (3) :

« Attendu que, par des conclusions écrites déposées à la barre, l'appelant plaide un second moyen de nullité, à savoir que les opérations dont il s'agit constituent un pur jeu de hasard, auxquelles ne saurait s'appliquer l'art. 79 (nouveau) du Code de commerce.

« Attendu qu'en admettant même, malgré la disposition absolue et sans restriction de l'art. 79 du Code de commerce,

faites à la Bourse, qu'en dehors de la Bourse, devaient être considérées comme valables.

M. McIlwraith estimait que les opérations à terme, conclues en dehors de la Bourse, ne seraient pas nulles, mais que le défendeur pourrait faire valoir l'exception de jeu.

Mais la majorité de la Commission se rallia à la proposition de MM. Bernardi et de Korizmios, qui devint le texte ci-dessus expliqué (Séance du 28 décembre 1906. Procès-verbal, n° 45.)

(1) V. ZOHNI. — *Le Droit commercial*, n° 306.

(2) Tant qu'il n'est pas démontré qu'il y a eu fraude. Appel Alexandrie, 15 mars 1911, *B. L. J.*, XXIII, 218 ; 9 juin 1915, XXVII, 394. Même avant la loi de 1909, et depuis la déposition du projet primitif du Gouvernement en ce sens, la jurisprudence adoptait cette solution, Arrêts des 22 mars 1905, *B. L. J.*, XVII, 168 et 7 juin 1905, *B. L. J.*, XVII, 332. Voir rapports du Conseiller Judiciaire pour l'année 1905, p. 58 et pour l'année 1906, p. 21. Voir *supra*, p. 382.

(3) Cet arrêt mérite une attention spéciale, parce qu'il émane de la Chambre présidée par M. Bernardi, membre de la Commission Internationale, qui élabora la loi actuelle.

que l'exception de jeu puisse, en droit, être soulevée contre des contrats différentiels conclus en conformité du règlement sur les Bourses (voir les travaux préparatoires de la loi modifiant la Section II du chapitre II du Code de commerce), toujours est-il qu'une telle exception devrait être rejetée comme non justifiée en fait.

« Attendu qu'en l'espèce, l'appelant est courtier de son état et, partant, il ne peut pas prétendre à être assimilé aux personnes étrangères au commerce, auxquelles le législateur a réservé une certaine protection contre les entraînements de la passion de jeu (art. 35, Règlement de la Bourse) (1).

« Que donc, à son égard, reste tout entière la présomption légale qui reconnaît aux contrats différentiels une cause licite, soit comme moyens de s'assurer contre les fluctuations des marchés, soit comme moyens d'utiliser ses connaissances ou son habileté dans le calcul des probabilités.

« Qu'en outre, l'appelant a signé un grand nombre de contrats où se trouve cette clause : « Nous déclarons, en tant que de besoin, que cette opération a été conclue de notre propre initiative, et sans qu'il y ait eu, à cette occasion et à notre égard, de la part du courtier ou de ses commis principaux, encouragement ou excitation à la spéculation. »

« Attendu que l'appelant n'osant nullement fournir la

(1) Conforme à l'art. 65 (nouveau) D. 5 novembre 1927 : « La peine de l'amende, avec un maximum de L. E. 100, sera prononcée contre tout courtier, remisier ou commis principal, convaincu d'avoir favorisé la spéculation d'un employé de commerce ou de banque, ou d'un fonctionnaire du gouvernement, ou d'avoir excité à la spéculation une personne étrangère au commerce, ou un employé quelconque. »

preuve qu'il a été amené à consentir les opérations dont il s'agit, par les excitations de la Maison....., il échet de rejeter l'exception de jeu dont s'agit (1). »

Cet arrêt, en admettant en droit l'exception de jeu, en dépit des termes de l'art. 79 C. Comm., pourrait être l'objet d'interprétations dangereuses. Heureusement, cette décision ne fait pas école, et jusqu'aujourd'hui, il est le seul dans son genre.

Cette opinion, semblable à celle qui a eu cours en France après la loi de 1885, est *inadmissible* ; avec elle, la loi du 8 novembre 1909 n'aurait pas réellement innové, le législateur aurait ainsi légiféré pour ne rien dire, ou pour confirmer la pratique existante. Les contestations seraient encore possibles sur le caractère sérieux ou non des marchés à terme, et cela, contrairement à la volonté du législateur,

D'ailleurs, le texte même de l'art. 79/73 C. Com. porte ces mots : « *Alors même que dans l'intention des parties contractantes elles devraient se résoudre par le paiement, d'une simple différence* (2). » Bref, d'après cette rédaction le marché est obligatoire dans tous les cas, même s'il est prouvé que les opérateurs n'avaient pas l'intention d'exécuter. La formule emporte suppression radicale de l'exception de jeu.

Entendue dans ce sens, cette loi déroge aux principes généraux du droit, en retirant au juge le pouvoir de rechercher si les parties n'ont pas dissimulé un jeu, sous l'appar-

(2) 25 janvier 1916, *B. L. J.*, XXVIII, 123.

(1) Ce texte est conforme à la rédaction primitive de l'art. 1^{er} de la loi française de 1885, adopté par la Chambre des députés (v. *supra*, ch. II, § 2, p. 00).

rence d'une vente ; ordinairement, le juge a le pouvoir de rechercher, sur la demande d'une partie, si la qualification donnée par les contractants au contrat, correspond bien à sa nature réelle. Cette dérogation aux principes ordinaires, s'explique par le but de moralité poursuivi par le législateur.

Il résulte de tout ce qui vient d'être dit que le législateur avait adopté le système suivant : tous les marchés à terme, quels qu'ils soient, conclus dans les conditions énoncées par l'art. 79/73 C. Comm. sont reconnus légaux ; il existe désormais, en faveur de leur validité, une présomption *juris et de jure* contre laquelle aucune preuve contraire ne peut être admise (1).

Cette solution trouve une confirmation de plus dans les circonstances même de l'élaboration de la loi, et dans les travaux préparatoires dont nous avons cité plusieurs extraits significatifs (2). C'est, à notre avis, la seule qui soit conforme au texte et à l'esprit de la loi du 8 novembre 1909.

(1) V. en ce sens ZOHNI. *Op. cit.*, n° 306.

(2) V. *supra*, p. 379 et 385. En plus, le rapport de la Commission Internationale s'exprime ainsi : « La Sous-Commission s'est prononcée en faveur du système qui valide toutes les opérations à terme conclues en conformité des règlements de la Bourse, et le texte adopté exige en outre que ces opérations soient conclues *en Bourse* parce qu'il a paru dangereux, au point de vue de l'intérêt général, de déclarer licites des opérations purement différentielles conclues sans la grande garantie que donne la publicité. »

CHAPITRE VI

FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ A TERME

SECTION PREMIERE

CONCLUSION DE L'OPÉRATION A TERME.

Comme la loi du 8 novembre 1909 ne pose aucune condition spéciale de *qualité* ou de *capacité* pour être admis sur le marché à terme, toute personne peut opérer à terme dans la Bourse des marchandises. Or, les opérations de Bourse ne seront valablement conclues que par l'entremise des courtiers inscrits.

Pour remplir le mandat que leur a donné leur client, les intermédiaires ont à choisir entre trois moyens :

1^o Ils peuvent procéder par voie d'application ou de *mariage* des ordres, c'est-à-dire en exécutant l'un par l'autre deux ordres contraires émanant de deux clients différents.

D'ailleurs, l'article 1^{er} du Règlement intérieur de la Bourse des marchandises d'Alexandrie prescrit que « tout ordre

donné à un courtier doit, sous peine de nullité, être exécuté à la corbeille... »

Que faut-il entendre par *exécution d'un ordre à la corbeille* ? Est-il nécessaire qu'il y ait une *criée* publique de façon que le prix de l'opération soit fixé par l'offre et la demande, ou suffit-il, au contraire, qu'un seul et même courtier *marie* deux ordres de Bourse contraires donnés par deux de ses clients en déterminant le cours sur la base d'un prix porté à la cote ?

C'est à cette dernière interprétation que s'est ralliée la jurisprudence (1).

2° Ils peuvent aussi faire eux-mêmes la contre-partie ; mais l'art. 80/74 C. Com. (L. 8 novembre 1909) défend aux courtiers l'emploi de ce procédé, à moins d'une *autorisation* spéciale donnée par écrit au moment de la réception de l'ordre.

3° Enfin, et c'est le procédé le plus fréquemment employé, l'intermédiaire porte sur le marché l'offre ou la demande qu'il a reçue, et cherche un confrère ayant à exécuter un ordre diamétralement opposé.

L'objet du contrat est toujours, dans l'opération à terme, la *merchandise type* ou *étalon*, prévue par les règlements de place, réunissant certaines propriétés fixées par eux.

C'est l'« Alexandria General Produce Association (2) » qui établit le *type* qu'il juge nécessaire et qui sert de base à toutes les transactions sur le coton au marché d'Alexandrie.

(1) Appel Alexandrie, 10 mars 1922, *G. T. M.*, XII, 228, 127 (et note).

(2) Section Cotonnière (Comité A).

Le *type* est établi en triple : l'un est cacheté par les soins du Président de la Section Cotonnière (Comité A) de l'« A. G. P. A. », dans une boîte avec couvercle en cristal. Les autres restent ouverts : le deuxième est affecté au service des expertises et le troisième est à la disposition des membres. Ces types, cachetés ou ouverts, sont exposés dans les bureaux de l'« A. G. P. A. » à la Bourse de Minet El-Bassal. Le Comité vérifie au moins une fois par semestre les trois types et si les types ouverts avaient subi une altération, alors il prendrait les mesures pour les rendre identiques au type cacheté qui ne doit pas être touché.

Le point difficile pour tout marché à terme est la fixation de cet *étalon*, autrement dit la qualité de livraison. Cette qualité doit avoir une sorte de *caractère moyen*, sinon elle ne remplit pas son rôle ; elle doit aussi avoir un *caractère qui soit extérieurement reconnaissable*. Il est également nécessaire qu'il s'agisse d'un article *objet d'une grande production et d'une grande consommation*.

La fixation de types ou qualités trop élevées ou trop minimes, non seulement laisse place à des abus, à des *corners*, d'une part, et, de l'autre, à de vraies tromperies, mais encore risque de donner une fausse expression de la situation du marché de telle marchandise. Un trafic à terme doit être alimenté, les opérations ne peuvent point se faire indéfiniment sur la base des mêmes stocks ; or, l'alimentation du trafic, puis le retrait et la consommation des produits doivent avoir lieu d'une façon normale, ce qui ne serait point si les qualités choisies de marchandises étaient ou bien mauvaises, ou bien exceptionnellement bonnes.

Jusqu'à 1917 l'« A. G. P. A. » avait choisi comme *type*

qui sert de base à toutes les transactions sur le coton la variété dénommée « Mit-Affifi ». Or, dès 1912, une autre variété appelée « Sakellaridis » est introduite en Égypte ; par la qualité et la longueur de sa soie (35 à 37 m/m.), elle a gagné du terrain auprès des filateurs et devenue recherchée pour la fabrication des articles de luxe. Avec ce privilège, la production de cette variété progressait dans le pays, tandis que la première diminuait. Il ressort du tableau « A » qu'en 1914, la récolte cotonnière de la variété « Mit-Affifi » formait 26,6 % de la récolte cotonnière générale du pays, tandis que la récolte de la variété « Sakellaridis » formait 22,5 %. En 1915, 17,7 % et 46,2 % ; en 1916 8,5 % et 62,3 % respectivement (1).

(1) Il est utile de donner ici quelques notions sur les différentes variétés du coton cultivé maintenant en Égypte :

Achmouni. — C'est l'ancien coton de l'Égypte, paru en 1868. Auparavant il était cultivé partout en Égypte. Aujourd'hui on ne le cultive qu'en Haute-Égypte où la plante mûrit plus tôt que dans le Nord. Sa soie a une longueur de 28 à 29 mm. On a créé le type *Achmouni Malaki* qui surpasse le vieux *Achmouni* en qualité et rendement.

Zagora. — Introduit en 1916 par M. N. Parachimonas, donne un meilleur rendement que l'*Achmouni* et mûrit plus vite. La fibre est plus longue mais moins résistante. Cette variété dérive de l'*Achmouni*. Le *Zagora Malaki* sélectionné par la Section botanique du Ministère de l'Agriculture est un coton supérieur qui tend à supplanter l'*Achmouni* et le *Zagora*.

Abbasi et Fathy. — Cotons de couleur blanchâtre dont la culture tend à disparaître.

Affifi, Assil et Nubari. — Anciennes variétés de couleur brunâtre ayant eu une grande vogue avant l'apparition du *Sakellaridis*. Le placement de ces variétés étant devenu difficile et son rendement au feddan moins avantageux, leur culture va en décroissant.

Pilon. — Variété introduite en 1917 par M. Parachimonas. Coton donnant un très bon rendement, égal à celui de l'*Achmouni*. Sa culture se développe depuis. La longueur de sa soie varie de 30 à 31 mm.

Sakellaridis. — Variété introduite en Égypte en 1912 par M. Sakellaridis. Elle est classée parmi la plus importante. Sa soie est la plus

TABLEAU A

Récolte de l'année	Mit-Afrih	Assil	Yanoutich	Nuburi	Sakellaridis	Abassi	Achmoudi	Divers	Total
1914	26,6	7,6	7,3	14,9	22,5	0,2	20,2	0,2	100
1915	17,7	4,2	2,4	9	46,2	0,6	19,5	0,4	100
1916	8,5	4	0,3	3,8	62,3	0,7	20,8	0,1	100

Devant ces proportions, l'« A. G. P. A. » était obligé de remplacer à partir de 1917 l'ancien *étalon*, jusque-là choisi, par la qualité « Sakellaridis F. G. F. » (*Fully Good Fair*). Et, depuis lors, cette variété tient la tête tant au point de vue de la production que de celui de la consommation. D'après les chiffres reproduits ci-après (tableau B),

longue et la meilleure. Longueur de la soie de 35 à 37 mm. Coton recherché pour la fabrication des articles de luxe.

310. — C'est une variété de *Sakel* introduite en 1912 par le Docteur Lawrence Balls, attaché au Ministère de l'Agriculture. C'est une des plus belles variétés de l'Égypte. Sa soie est presque identique à celle du Sakel. Son rendement se rapproche de celui du Sakellaridis.

Casulli. — Coton de couleur blanche, introduit il y a quelques années, donnant un bon rendement.

Théodorou. — Coton cultivé sur une très petite échelle, assimilable au *Casulli*.

Fouadi. — Introduit en 1925 par M. N. Parachimonas. Coton donnant un bon rendement. Variété tenant du Sakel et du Pilon.

Nahda. — Coton de couleur marron, donnant un bon rendement et très en faveur auprès de filateurs. Sa soie a une longueur de 30 à 32 mm.

Maarad. — Variété introduite en 1926 par la Société Royale d'Agriculture. Sa soie est plus longue que celle du Sakellaridis. Les avis quant à l'avenir de cette variété sont très partagés. (GOLDSTEIN : *Recueil de renseignements concernant la Bourse des marchandises d'Alexandrie et la Culture du Coton en Égypte*, p. 18 et 19.)

le « Sakellaridis » formait, en 1923-1924, 41 % de la récolte cotonnière générale, en 1924-1925, 46 %, en 1925-1926, 43 % et en 1926-1927, 43 % (environ) respectivement. Ainsi la nécessité de changer *l'étalon* n'est pas encore sentie.

TABLEAU B

Années	Sakellaridis	Autres variétés	Total
	Cantars	Cantars	Cantars
1923-1924	2.574.895	3.594.643	6.169.538
1924-1925	3.547.459	3.979.323	7.526.782
1925-1926	2.970.458	3.866.479	6.836.937
1926-1927	2.590.003	3.303.159	5.893.162

(Chiffres du Ministère de l'Agriculture.)

La quantité sur laquelle peut porter le marché à terme n'est pas quelconque, elle n'est pas fixée par les parties elles-mêmes ; les règlements de la Bourse d'Alexandrie déterminent *l'unité de quantité* qui est la base de toute négociation à la Bourse : pour le coton, l'unité est de 250 cantars et pour les graines de coton 500 ardebs. On ne peut vendre ou acheter à terme que ces quantités ou leurs multiples, mais non une fraction, ni une unité augmentée d'une fraction ; car les lots sont indivisibles.

En plus, le règlement (D. 5 novembre 1927, art. 44) prohibe les opérations pour des échéances éloignées de plus de douze mois, délai largement suffisant pour répondre à toutes les nécessités de la pratique du marché.

SECTION II

LA LIQUIDATION PAR FILIÈRE.

Il est fort peu probable que le vendeur à terme livre lui-même et que l'acheteur prenne lui-même livraison. Tout un système de liquidation, destiné à éviter des pertes de temps, des transports inutiles et coûteux, apparaît, dès lors, non point comme une absolue nécessité, mais comme un complément naturel et important à la technique générale des marchés à terme de Bourse en marchandises. C'est un moyen d'aboucher celui qui veut livrer effectivement (livreur) et celui qui veut prendre effectivement livraison (réceptionnaire). Ce moyen, qui porte en Égypte (comme en France) le nom de *liquidation par filière*, est devenu une partie très importante de la technique du marché à terme : tous les marchés à terme finissent par la mise en circulation d'une *filière* (1).

Un vendeur à terme, arrivé à une époque où il peut livrer et possédant les marchandises dont il est débiteur, remplit une *filière* ; celle-ci passe de mains en mains, reçoit des endos successifs jusqu'au moment où elle arrive entre les

(1) Son usage est général en France, ainsi que sur toutes les places anglaises ou américaines, où on l'appelle *transferable-notice*. La filière est apparue au commencement du XIX^e siècle ; mais dès la fin du XVII^e siècle, les Hollandais la connaissaient sous le nom d'*Owersing*.

Voir l'article de M. Claudio Jannet sur « La spéculation et les opérations à terme sur marchandises » dans l'*Économiste Français*, année 1892, 2^e semestre. p. 169, faisant suite à un premier article de la même publication, même année, 1^{er} semestre, p. 517.

maines d'une personne décidée à prendre livraison des marchandises. *Livreur* et *réceptionnaire* se trouvent alors en présence, tandis que toutes les autres personnes, qui sont des chaînons de la filière, ne se préoccupent que d'un règlement pécuniaire.

Précisons les détails techniques de la liquidation par filière, en ce qui concerne la place d'Alexandrie :

D'après les règlements de la Bourse d'Alexandrie, la Commission de la Bourse fixe, dans le courant du mois de décembre de chaque année, les jours d'émission des filières pour le coton et les graines de coton (Rég. int. art., 56 et 75). Ces fixations sont faites à raison de trois émissions pour chaque mois, aux jours choisis entre le premier et le 25 (pour le coton) et le 23 (pour les graines de coton) du mois.

La Commission ministérielle (1926-27) était saisie de deux propositions : l'une tendant à réduire les émissions à une seule mensuelle (1), et l'autre tendant à les multiplier au point de prévoir chaque jour une émission de filière (2).

A ce propos, il est intéressant de donner ici un tableau des filières émises de 1922 à 1926.

(1) Proposition Nahas Bey (Joseph), Secrétaire général du Syndicat agricole.

(2) Proposition Radwan Bey (Abd El-Aziz), Sénateur.

FILIÈRES 1922 A 1926 (EN CANTARS)

En cantars	1922-23	1923-24	1924-25	1925-26	1926-27
Octobre	7.000	3.250	8.250	3.250	7.750
Novembre ...	16.500	24.750	19.250	1.750	1.000
Décembre ...	10.000	17.500	51.750	28.500	41.250
Janvier.....	38.250	7.500	3.000	9.000	—
Février.....	29.500	50.500	10.750	21.750	—
Mars	13.500	30.750	3.740	45.500	—
Avril	30.500	4.250	12.000	26.250	—
Mai	19.750	10.750	1.750	11.500	—
Juin.....	15.000	500	250	54.500	—
Juillet	12.500	6.250	1.500	8.250	—
Août	2.000	—	5.000	48.500	—
Total	194.500	111.000	117.250	258.750	50.000

Après un examen de cette question, la Commission était d'avis que la meilleure solution consiste à maintenir, dans les nouveaux règlements de 1927, l'état de choses consacré par les anciens règlements de 1916. « En effet, dit-elle dans son rapport, si l'on concentrerait toutes les filières en un jour, il serait pratiquement impossible de terminer toutes les opérations matérielles que comporte l'émission de filières de tout un mois dans un délai aussi court que celui prévu et la concentration de ces filières risquerait de peser sur les cours. Et d'autre part, les courtiers ne pourraient trouver le temps pour ces opérations d'émission de filières plus de trois fois par mois (1). »

(1) Quant au système d'émissions journalières, l'effet des filières passe inaperçu, il est vrai, mais cela complique beaucoup les liquidations en Bourse et immobilise en plus le personnel des agences, ce qui cause des difficultés pratiques inouïes.

D'autre part, avant 1916, on avait la faculté d'émettre des filières

Le client vendeur remet, aux dates fixées ci-dessus, à son courtier, des ordres de visite pour toute la quantité vendue. Cette quantité est fractionnée à raison de 250 cantars pour le coton (ou 500 ardebs pour les graines de coton). Le client a la faculté d'émettre ses ordres de visite, soit pour la totalité de sa vente à l'un quelconque des trois jours fixés pour l'émission, soit en la fractionnant en deux ou trois émissions.

Les *ordres de visite* (1) indiquent le numéro de série de l'émission (1^{re}, 2^e, 3^e) et portent les marques et numéro permettant d'identifier les balles ainsi que l'indication de la variété de coton mis à disposition, en vue des différences à payer ou à recevoir. Ils mentionnent également les *chounahs* où le coton à livrer se trouve entreposé (2). Si la marchandise, objet de la filière, a été donnée en gage, l'émission de l'ordre de visite doit contenir l'acceptation par écrit du créancier gagiste de délivrer la marchandise au porteur de l'ordre contre paiement du prix entre les mains du vendeur.

Ce n'est pas n'importe quelle personne qui peut émettre un ordre de visite (3). Pour garantir la sincérité des filières, ce droit est réservé aux personnes qui sont à la fois membre adhérent de la Bourse et membre de l'« Alexandria General Produce Association » (4). Par contre, tout client acheteur

à tout moment, ce qui donnait lieu à des tripotages. Le législateur de 1916 a mis fin à ces abus en fixant le nombre des émissions à trois par mois; ce système fonctionne, depuis lors, d'une façon très satisfaisante.

(1) Voir la formule dans les « Annexes ».

(2) Ces *chounahs* doivent être situés à Alexandrie (Minet El-Bassal).

(3) Ou un ordre de livraison, comme nous le verrons plus loin.

(4) Cette restriction n'est pas équitable. Les banques et les maisons

peut recevoir des ordres de visite (ou de livraison) à condition d'avoir justifié à son courtier, trois jours au moins avant la première émission des filières, soit du dépôt, dans une banque agréée par la Commission de la Bourse, du montant intégral du prix de la marchandise achetée à terme (1).

Le lendemain des jours fixés pour l'émission des ordres, les courtiers se réunirent, une demi-heure avant l'ouverture de la Bourse : celui qui a reçu un ordre de visite émet pour chaque 250 cantars de coton (ou 500 ardebs de graines de coton) une *filière*, à savoir la formule par laquelle le courtier vendeur informe son acheteur qu'il tient à sa disposition un ou plusieurs ordres de visite en exécution complète ou partielle de sa vente. Ces filières circulent par endos sur la formule du premier acheteur au second, de celui-ci au troisième et ainsi de suite. Chacun doit endosser sa filière séance tenante, jusqu'à ce qu'elle arrive aux mains du dernier acheteur. Celui-ci mentionne sur la filière qu'il est receveur et la remet au préposé de la Commission de la Bourse. Le courtier émetteur de la filière en prend note, et lui envoie, au plus tard le lendemain, l'ordre de visite (2). Si un courtier arrête la filière par son absence de la séance, il est considéré comme dernier acheteur ; il en est de même si, sans se déclarer receveur, il ne donne pas d'endos.

Les filières mises en circulation doivent porter l'indication de la série d'émission à laquelle elles se réfèrent, ainsi

de commerce doivent pouvoir émettre des filières et cela aidera puissamment à libérer le marché à terme de toute pression.

(1) Ce montant doit être majoré de 20 % pour garantir les primes pour différence de qualité.

(2) L'émission dont il s'agit doit être terminée dans la journée même ; sinon elle ne sera pas acceptée.

qu'un numéro progressif apposé, à la demande du courtier, par le préposé de la Commission.

Les ordres de visite sont négociables en Bourse jusqu'au septième jour après le jour de l'émission. Ils peuvent être échangés, mais chaque émission doit être traitée séparément, de sorte qu'un ordre de visite d'une émission ne peut être changé que contre un ordre appartenant à la même émission et portant sur la même variété.

Les courtiers se réunissent de nouveau le huitième jour après l'émission des ordres de visite. Ils prennent note des échanges qui avaient été opérés à la suite des négociations éventuelles, pour mettre en rapport le client émetteur avec le client receveur définitif.

Le douzième jour après l'émission de l'ordre de visite, le client émetteur envoie l'*ordre de livraison* directement au dernier client receveur contre paiement. L'ordre de livraison (1) doit porter le même numéro que l'ordre de visite et mentionner également le numéro progressif de la filière émise contre cet ordre.

L'acheteur qui visite la marchandise laisse l'ordre de visite entre les mains du vendeur contre un *reçu* (2) .

(1) Voir la formule dans les « Annexes ».

(2) Voir la formule dans les « Annexes ».

SECTION III

MESURES PRISES

EN VUE DE PARER A L'INEXÉCUTION DU CONTRAT.

§ 1. — PROCÉDÉS AUTORISÉS PAR LES RÈGLEMENTS.

Nous avons jusqu'ici envisagé la seule hypothèse où l'exécution du contrat s'opère d'une façon normale et sans contestation de la part des vendeurs et des acheteurs. Mais il n'en est pas toujours de même : quelquefois, le vendeur n'émet pas un ordre de visite ou de livraison dans le délai fixé ; quelquefois, il ne livre pas la marchandise en temps voulu ; quelquefois, l'acheteur ne paie pas le prix contre l'ordre de livraison...

Il importe donc d'assurer l'exécution de l'opération malgré ce refus d'une des parties : ainsi les règlements de la Bourse des marchandises d'Alexandrie imposent-ils, dans ce cas-là (1), d'« *extourner* » l'opération sur le marché par les soins de la Commission de la Bourse, sur la demande du courtier de la partie intéressée ; la partie en défaut sera responsable de la différence entre le prix de l'ordre de livraison et son prix d'extourne. En aucun cas, le courtier ne sera tenu de payer le montant de la valeur totale de la marchandise. Faute d'avis par écrit et préalable donné par l'intéressé à la Commission de la Bourse dans les 24 heures après le jour fixé pour le paiement de l'ordre de livraison, la respon-

(1) Règlement intérieur, art. 68 et 88

sabilité du courtier pour le paiement de ces différences cessera.

Chaque signataire de la filière est responsable, en cas de non-paiement, envers son propre endosseur dans l'ordre inverse de l'endossement et, en cas de non-livraison, envers son endossataire dans l'ordre des endossements.

§ 2. — LA CAISSE DE LIQUIDATION DANS LES BOURSES ÉTRANGÈRES.

LA NÉCESSITÉ DE L'INTRODUIRE DANS NOTRE BOURSE.

Dans un grand nombre de Bourses de marchandises, l'exécution du marché à terme est assuré par une institution spéciale, annexée à la Bourse, *la caisse de liquidation* (1).

La caisse enregistre les diverses opérations qui se concluent en Bourse et garantit aux contractants l'exécution, conforme aux règlements, des opérations. Elle accepte cette garantie par cela seul qu'elle se désigne elle-même vis-à-vis de chaque contractant comme contre-partie. Dans ce but, elle fait déposer aux vendeurs et acheteurs une *couverture*, destinée à la garantie des pertes qu'elle pourrait subir, au cas où ils ne se libéreraient pas envers elle. La caisse de liquidation perçoit un *droit d'enregistrement* qui constitue pour elle une source de profits. Elle opère en plus la *compensation et le règlement* des divers marchés.

(1) Voir DEPITRE (Edgard), — *Les caisses de liquidation des opérations à terme sur marchandises* (Thèse Paris, 1907).

GUILMARD (Émile). — *Réorganisation de la Bourse du Commerce, caisse de liquidation*.

BLOCH (Oscar). — *Quelques mots à propos des caisses de liquidation et des Bourses de Commerce*.

Les caisses de liquidation se constituent ordinairement en Sociétés par actions.

Cette institution, apparue dans les dernières années du XIX^e siècle, s'est vite généralisée et propagée : en 1882, il s'en fondait une à New York pour les affaires en café ; en 1887, Anvers en créait une pour les cafés et les laines ; en 1888, Roubaix-Tourcoing suivait son exemple ; en 1889, la « London Produce Clearing-House » formait dans son sein une caisse de compensation pour les affaires en café, thé, seigle, etc. ; dans la même année, il s'en fondait une à Leipzig puis à Magdebourg et Hambourg pour le café, sucre et coton ; il s'en est également créé à Amsterdam, à Rotterdam, à Paris, au Havre, à Marseille, etc.

Telle est l'extension considérable prise par cette institution malgré certaines attaques dont elle a été l'objet (1). Elle rend de grands services au point de vue des affaires à terme en garantissant l'exécution des marchés, ce qui, en leur donnant ainsi la sécurité, peut augmenter le nombre des opérations et l'essor du commerce. Partout où il existe une caisse, le commerce de la place en arrive très vite à

(1) Ces critiques méritent de nous retenir quelques instants : le système de l'appel des marges est-il déplorable parce qu'il force à tenir disponibles de forts capitaux ? Les règlements, faute de réponse à un appel de marges, amènent-ils vraiment de brusques fluctuations de cours ? Les membres du Comité de la caisse profitent-ils de leurs fonctions pour apprendre la position exacte des différentes maisons de la place ?

L'appel de marges est un assez bon remède contre les marchés différentiels. Le règlement, faute de réponse aux appels, n'est point fréquent en proportion des opérations en cours. Et comme les règlements de certaines caisses défendent aux membres du Comité directeur de faire des marchés pour leur propre compte, le danger de compromettre la situation de certains spéculateurs se trouve éliminé.

l'identifier avec le marché à terme, à ne plus concevoir l'une sans l'autre.

La nécessité d'une caisse de liquidation se fait plus que jamais sentir devant les difficultés auxquelles les courtiers d'Alexandrie se sont heurtés pour pouvoir liquider leurs positions, soit sur place, soit avec leurs correspondants de Liverpool.

Une voix s'est élevée en Égypte, il y a quelque temps, pour l'introduction d'une caisse de liquidation à la place d'Alexandrie (1). Malheureusement elle est restée sans écho.

Il y a en effet un Clearing-House pour les opérations de compensation (2) ; mais le service de la caisse de liquidation englobe ses opérations à côté du règlement des divers marchés.

Une réforme nécessaire dans ce sens s'impose pour garantir les contractants contre l'inexécution des opérations.

(1) TEYMOUR. — De la nécessité d'une réforme de la Bourse du Commerce d'Alexandrie, *l'Égypte contemporaine*, VI, 1915, p. 68. *La Bourse et le Commerce du Coton*, p. 107-116.

(2) Le service de la Chambre de Compensation auprès de la Bourse des marchandises d'Alexandrie est confié à la Banque du Comptoir National d'Escompte de Paris (Succursale d'Alexandrie). Tous les membres de la Bourse sont obligatoirement membres du Clearing (Règ. gén., art. 51 et Règ. int., art. 96-102). La Commission de la Bourse paie à cette Banque chaque trimestre, comme rétribution, L. E. 46.

On a demandé l'établissement d'un Clearing House, auprès de la Commission de la Bourse, qui fonctionne seul et indépendamment de tout établissement de crédit. La Commission ministérielle reconnut l'inutilité d'une institution indépendante, étant donné que le Comptoir d'Escompte remplit l'office de Clearing à la satisfaction générale. (Réunion du 14 mars 1927, procès-verbal n° 17).

CHAPITRE VII

RÈGLEMENT DU MARCHÉ AU COMPTANT DES VALEURS

SECTION PREMIERE

DÉLAIS DE LIVRAISON ET DE PAYEMENT.

Les marchés au comptant sont l'objet d'une exécution immédiate de la part du vendeur aussi bien que de la part de l'acheteur. Le premier *livre* le titre : le second se les fait livrer ou les *lève* (1). L'agent de change intermédiaire peut, en conséquence, exiger que les effets ou les fonds lui soient remis par avance.

Les opérations au comptant doivent être réglées dans

(1) Positivement rien n'est fait au comptant, mais tout est fait très vite, et les deux obligations — celle du vendeur et celle de l'acheteur — s'exécutent en même temps. Un délai est nécessaire parce que les opérations se font par des intermédiaires qui, après avoir trouvé un vendeur ou un acheteur, peuvent avoir besoin de quelques jours pour obtenir de leur client le prix des valeurs achetées ou vendues.

les deux jours ouvrables qui suivent la date de la transaction (D. 8 novembre 1909 modifié par les décrets du 25 avril 1910 et du 27 mars 1912, art. 18, al. 1^{er}), faute de quoi l'agent de change intéressé peut saisir la Commission de la Bourse, qui procède à la liquidation de l'opération. (1)

Notre législateur ne distingue pas, dans ce délai, entre les effets au *porteur* ou transmissibles par voie d'endossement, et les titres *nominatifs* transmissibles par voie de transfert ; ce qui a amené que les agents de change ne s'occupent pas, en fait, de faire opérer le transfert des titres nominatifs dans les registres des Sociétés (2).

En France (3) les effets au porteur doivent être livrés avant la *dixième bourse* qui suit celle de la négociation (4). Les titres transmissibles par voie de transfert nécessitent de nombreuses formalités (5). Il faut, en effet, que le vendeur fasse une déclaration et l'acheteur une acceptation de transfert, que les agents de change des deux parties certifient leur identité et leur signature, que la qualité et la capacité

(1) Le nouveau projet dispose que le règlement de l'opération doit être fait *après les deux jours ouvrables*, et *dans les dix jours* qui suivent la transaction (art. 50 et 53).

(2) La Cour d'Appel d'Alexandrie décide que cette pratique, « étant une violation flagrante de la loi et des statuts des Sociétés en question, ne saurait être reconnue comme obligatoire pour les parties lésées par le défaut de mention des acheteurs successifs sur les titres et sur les registres des Sociétés ». Arrêt du 8 juin 1915. *G. T. M.*, V, 356, 170.

(3) D'après l'art. 52 du Décret du 7 octobre 1890, il y a lieu d'observer, dans les rapports des agents de change, soit entre eux, soit avec les donneurs d'ordres, les délais fixés par le règlement particulier de la Compagnie des Agents de Change.

(4) Art. 40 du *Règlement Particulier de la Compagnie des Agents de Change de Paris*.

(5) V. BÉZARD-FALGAS. — *De la négociation en Bourse des titres nominatifs*.

des intéressés soient vérifiées, que, sur le Grand Livre de la dette publique ou sur les livres des compagnies émettrices, le nom de l'acheteur soit substitué à celui du vendeur, que le titre ancien soit annulé et remplacé par un nouveau certificat. La Compagnie des Agents de Change de Paris a estimé qu'un délai plus long était nécessaire pour effectuer toutes ces formalités, aussi a-t-elle décidé que la procédure du transfert doit être terminée avant la *quinzième bourse* qui suit celle de la négociation (1).

La livraison des titres se fait, au bureau de l'acheteur, contre paiement en espèces. L'acheteur a la faculté de remettre au vendeur un chèque ou une délégation sur banque ; dans ce cas, la livraison des titres s'effectue aux guichets de la banque, contre paiement en espèces. Les règlements ont lieu de 9 heures à 11 h. 30 A. M., les jours où les banques sont ouvertes ; aucun règlement ne s'effectue le samedi. (Règlements intérieurs des Bourses des valeurs du Caire et d'Alexandrie. Arrêtés du 3 juillet 1913, art. 34.)

(1) L'agent de change acheteur donne à son confrère vendeur avant la *cinquième Bourse* suivant celle de la négociation, un bulletin indiquant les noms et prénoms auxquels le transfert doit être fait. (Art. 42, *Rég. Part.*) Le transfert, opéré par les soins de l'agent vendeur doit être déposé au plus tard, le surlendemain du jour de cette remise, et les titres doivent être livrés à l'agent acheteur le lendemain du jour où le transfert a été opéré. A défaut de livraison, l'agent acheteur peut, à la *quinzième Bourse*, exécuter son confrère vendeur. (Art. 43, *Rég. Part.*)

SECTION II

MODE DE LIVRAISON ET DE PAYEMENT

ENTRE AGENTS DE CHANGE :

LE « CLEARING-HOUSE ».

Dans le but de faciliter et de simplifier le règlement des opérations de Bourse traitées entre les agents de change, les Syndicats des Agents de change du Caire et d'Alexandrie, ont créé une organisation spéciale destinée à simplifier la livraison des titres et à supprimer le mouvement des fonds : Ils ont institué au Caire et Alexandrie un *Clearing-House* ou une *Chambre de compensation* (1).

Le règlement des opérations sur titres par l'entremise du Clearing-House est applicable à tous les agents de change inscrits aux Bourses des valeurs du Caire et d'Alexandrie, « sans qu'il leur en soit une obligation, dans ce sens, que, il reste au vendeur le droit d'exiger le règlement de ses titres au comptant ». (Statuts, art. 2.)

Le règlement par l'entremise du Clearing-House s'effectue comme suit :

Les agents acheteurs sont tenus de recevoir chaque jour, de 9 heures à 11 h. 1/2 du matin, les titres dont ils sont

(1) Voir Statuts et Règlements du Clearing House du Syndicat des Agents de Change du Caire, 1926 et Statuts et Règlements du Clearing-House du Syndicat des Agents de Change d'Alexandrie (les deux statuts sont identiques).

Les services du *Clearing* occupent le sous-sol dans le nouvel immeuble de la Bourse des valeurs du Caire.

acheteurs depuis la veille ou les jours précédents (1). Ces titres doivent être accompagnés d'une *facture de vente* portant un *numéro d'ordre* avec *liste numérique* des titres remis, désignés par leurs numéros et séries, de manière à rendre leur identification parfaite.

Les titres sont remis par l'agent vendeur à l'acheteur en *consignation à titre de dépôt* ; ils conservent ce caractère jusqu'au paiement intégral de leur contre-valeur au Clearing pour compte du vendeur qui les a consignés (2).

L'agent acheteur, contre réception des titres déposés entre ses mains avec la facture y relative, remet au vendeur un *bon* en milliers de piastres de la contre-valeur des titres et paie en espèces le solde inférieur à P. T. 1.000.

Ces bons sont nominatifs et ne sont pas endossables. (Statuts, art. 3, al. 3.) Ils doivent être remis immédiatement contre la livraison des titres. Ils portent : 1^o Le numéro d'ordre de la facture ; 2^o Le timbre de la maison qui les émet ; 3^o L'indication qu'ils ne sont pas endossables ; 4^o La déclaration suivante signée par l'émetteur du bon : « Je, sous-signé, déclare avoir reçu à titre de dépôt de M... (le vendeur) les titres mentionnés dans sa facture n^o..... pour lesquels je lui paye P. T..... au comptant et pour le solde, soit P. T..... je lui délivre le présent bon sur le Clearing-House.

(1) Cet horaire peut être modifié par le Comité du Syndicat des Agents de Change (Statuts, art. 3, al. 1).

(2) Cette condition, acceptée de deux parties, est indiquée par la formule suivante, apposée par l'agent vendeur au bas de la facture : « Nous consignons à titre de dépôt à M. (l'acheteur), les titres ci-dessus énumérés jusqu'au versement intégral de leur contre-valeur au Clearing-House pour notre compte ce jour même. »

Cette formule stipulant formellement le caractère de dépôt des titres livrés rend l'acquit de la facture conditionnel jusqu'à bonne fin.

Je m'engage à retirer ce bon du Clearing-House contre le montant en espèces jusqu'à 4 heures p. m. aujourd'hui, faute de quoi je suis tenu de lui restituer les susdits titres qu'il m'a consignés. » ; 5^o La signature de l'agent émetteur du bon ou celle de la personne spécialement désignée à cet effet.

A partir de 11 h. 1/2 les agences portent sur un *bordereau*, de couleur blanche, le détail des bons qu'elles auront reçus. Dans le cas où ce bordereau présente un solde débiteur ou créditeur, ce solde est porté sur une *fiche* de couleur rouge, s'il s'agit d'un solde débiteur, et bleue, s'il s'agit d'un solde créditeur. L'ensemble des pièces, c'est-à-dire : le bordereau, la fiche et les bons reçus, doit être remis au Clearing au plus tard à 1 heure p. m.

A la réception des bordereaux au Clearing House, il est délivré aux agents créanciers un *numéro d'ordre* qui leur servira dans l'après-midi à venir retirer une ou plusieurs *assignments* représentant le solde qui leur est dû pour le total indiqué sur la fiche bleue annexée au bordereau (1).

Tout agent figurant débiteur, d'après le bordereau qu'il aura remis, doit tenir à la disposition du Clearing-House le montant indiqué sur la fiche rouge, c'est-à-dire le solde dont il est débiteur en espèces à partir de 3 heures p. m. du même jour jusqu'à 4 heures du soir au plus tard.

Les assignments du Clearing-House étant payables à présentation et en espèces, l'agence qui en retarde le paiement, ou qui n'en acquitte pas le montant en espèces à présentation, est considérée comme défailante. (Statuts, art. 5.)

(1) Les assignments sont tirées par le Clearing-House sur les agences débitrices et à l'ordre de l'agence créditrice. Le Directeur et le chef comptable du Clearing sont autorisés conjointement à signer les assignments (Statuts art. 8).

La liquidation journalière faite par la Chambre de Compensations ne peut être considérée comme définitivement close que lorsque toutes les agences auront fait face à leurs engagements. Au cas où l'une d'elles se trouverait en défaillance, son déficit sera supporté par ses contre-parties directes, chacune *au prorata* de la créance établie par le bordereau du jour ; ceci sans préjudice pour les poursuites légales que chacune d'elles pourrait exercer ultérieurement, à l'encontre du défaillant. En conséquence, celles des agences qui auraient déjà encaissé par assignation du Clearing devront immédiatement restituer les sommes ainsi touchées et, le cas échéant, payer la différence entre les sommes encaissées et le montant de leur créance envers l'agence dé faillante si le montant de la créance était supérieure au montant encaissé. Quant aux agences dont le bordereau portera à leur crédit une créance envers le défaillant et qui cependant résulteront débitrices du Clearing-House en vertu du même bordereau, elles devront immédiatement payer le montant de ladite créance. (Statuts, art. 6.)

CHAPITRE VIII

PHYSIONOMIE D'ENSEMBLE DU MARCHÉ D'ALEXANDRIE

Le coton est le produit dominant de notre agriculture (1). La richesse exportable de l'Égypte est presque uniquement constituée par ce produit.

En 1925, le coton et les graines de coton exportés se chiffraient à L. E. 54.179.000 sur un total global de L. E. 65.734.000 d'exportation (2).

Or, tandis que les autres pays producteurs de coton consomment la plus grande partie de leur récolte sur place, l'Égypte vend tout son coton à l'étranger.

Ainsi, pendant l'année 1925-1926, la récolte totale du coton égyptien était estimée à 7.223.585 cantars ; sur ce chiffre, 7.198.845 cantars ont été exportés.

Pendant l'année 1926-1927, le coton exporté de l'Égypte s'élevait à 1.033.728 balles, soit 7.858.579 cantars. Sur ce

(1) L'Égypte est le troisième pays du monde, dans la production du coton, après les États-Unis et les Indes.

(2) V. Rapport sur le mouvement commercial de l'Égypte en 1925, p. 14, *Annuaire statistique de l'Égypte*, 1925-1926, p. 194.

chiffre, l'Angleterre a importé 835.485 balles, les États-Unis 160.966, la France 115.951, l'Allemagne 71.143, l'Italie 58.024, etc.(1).

C'est à Alexandrie que se concentre tout le commerce d'exportation du coton égyptien. Or, le véritable centre du marché est la Bourse du terme, puisque c'est là que s'exerce la spéculation, qui est en principe la régulatrice du marché tout entier.

Les opérations par lesquelles s'exprime la spéculation à la Bourse d'Alexandrie sont celles qui s'effectuent dans toutes les Bourses des marchandises ; il n'y a rien de particulier. Cela ne veut pas dire, du reste, que son organisation ne mérite aucune critique. On peut, au contraire, y relever un certain nombre de lacunes fâcheuses parce qu'elles sont susceptibles, à tout instant, de livrer passage à des abus ou que, tout au moins, elles sont un obstacle au jeu normal de la spéculation

Le marché d'Alexandrie est affecté par une certaine *faiblesse constitutionnelle*. Elle tient en partie à ce que les cours du coton égyptien, malgré leur *qualité unique*, sont dans une certaine dépendance vis-à-vis des cours du coton américain ; *mais elle provient surtout de la rareté relative des capitaux dont peut disposer la spéculation*. Et, comme, nous l'avons dit ailleurs, les capitaux qui travaillent en banque viennent de l'étranger, les maisons de crédit ne sont pas libres ; elles risquent à tout moment de sentir le frein de l'extérieur ; elles sont peu disposées à soutenir jusqu'au

(1) Voir le tableau ci-après : Exportation du Coton pendant les années 1925-1926 et 1926-1927.

bout les spéculateurs, comme cela a lieu, par exemple à New York, où la Bourse est assurée de trouver dans les banques un appui presque illimité.

Il s'agit donc d'un défaut très grave parce qu'il ne provient pas d'un simple vice de réglementation, toujours réparable si on le veut bien, et parce que ses effets vont se répercuter sur l'ensemble du marché, sur sa tenue, sur sa résistance et marquer d'un trait profond toute sa physiologie.

Les conséquences de cette situation se résument toutes en une seule : *la faiblesse de la place* ; mais cette faiblesse s'exprime par des *phénomènes* multiples, à savoir : 1^o Les intérêts adverses de la filature ; 2^o L'action insuffisante du terme sur les cours ; 3^o Le fléchissement annuel des cours du terme ; 4^o Les arbitrages entre Alexandrie et Liverpool.

§ 1. — LES INTÉRÊTS ADVERSES DE LA FILATURE.

Le marché d'Alexandrie, même quand les circonstances le comporteraient, ne peut pas toujours soutenir des cours qui correspondraient, cependant, à la valeur marchande du coton. Il y a, en effet, des intérêts adverses qui connaissent la faiblesse du marché et qui en abusent.

Ces intérêts sont ceux de la filature, spécialement de la *filature anglaise* qui, consciente de sa force paraît parfois jouer une politique d'intimidation à l'égard du marché égyptien. Cette action se révèle sur la place de Liverpool (1).

(1) Où se fait de gros achats de consommation en coton égyptien. Voir le tableau ci-après : les arrivages du coton égyptien à Liverpool 1926-1930.

Il arrive, en effet, que l'on voit à de certains moments les gros achats de la filature s'arrêter quand les cours baissent et ne reprendre que lorsqu'ils haussent. La raison en serait que, sachant le marché égyptien *peu résistant, gêné par ses emprunts en Europe*, la filature attend, dès qu'elle voit se dessiner une baisse, essayant, par là, de *tuer* le marché en ne faisant pas d'approvisionnement et en escomptant une baisse plus forte que son abstention tend à produire ; mais il arrive d'ailleurs aussi, qu'ayant, voulu trop prolonger sa pression, la filature est surprise par une réaction dont les causes la dépassent et, affolée, elle se met à acheter en hausse.

§ 2. — L'ACTION INSUFFISANTE DU TERME SUR LES COURS.

Un autre symptôme de la faiblesse de la Bourse d'Alexandrie peut être constaté dans l'*action insuffisante du terme sur les cours*, c'est-à-dire dans l'impuissance du marché à terme de remplir de façon suffisante son rôle d'égalisation des cours. Cela se traduit par un balancement d'influence d'une Bourse à l'autre : tantôt c'est la Bourse des marchandises à terme ; tantôt, c'est celle du disponible (Minet El-Bassal) qui domine le marché et qui agit sur les cours. En règle générale, au contraire, c'est le terme qui devrait dominer, puisqu'il exprime la spéculation dont la fonction est de rallier, par ses prévisions, les causes momentanées de fluctuation des prix.

Or, voici ce que l'on peut observer à Alexandrie :

Chaque année, pendant les mois de septembre et octobre, c'est la Bourse de Minet El-Bassal qui agit elle-même au lieu

de subir l'action du terme. La récolte commence en septembre : il y a dans ce mois et le mois suivant une grande quantité d'achats faits aux cultivateurs. Mais les acheteurs, pour s'assurer un prix, se couvrent en vendant à terme. Ainsi le terme faiblit sous l'influence des achats en disponible.

Le cas contraire arrive aussi, en cas de retard de la récolte. Comme nous l'avons expliqué précédemment, les négociants font des achats aux cultivateurs avant la récolte, avant même la semence (1), et fixent la livraison pour une date déterminée au mois d'octobre. S'il arrive, par l'insuffisance de chaleur pendant l'été, que la récolte se retarde, les cultivateurs ne peuvent pas livrer à temps. D'autre part, les négociants s'étaient engagés vis-à-vis du filateur à livrer à la fin d'octobre. Alors on est réduit au stock de l'ancienne récolte ou aux faibles quantités qui ont réussi à mûrir ; les exportateurs achètent à tout prix du *flottant* et ainsi les cours du disponible montent. Mais les cours du terme vont monter aussi : les négociants, qui n'ont pas pu remplir leurs engagements, sont obligés de *se couvrir* en achetant à terme.

Il peut arriver que, la date de la récolte étant normale, le *flottant* est abondant sur le marché. Dans ce cas, la filature essaie de laisser la place *s'écraser* en ne prenant pas de marchandises. Le stock pèse sur les cours ; le terme essaie de prendre la conduite du marché ; mais il ne peut pas le faire comme il faut : insuffisamment appuyé par les capitaux, il ne peut pas soutenir ses positions et cela finit par une réaction sur la Bourse du disponible.

(1) Voir *supra*, 3^e partie, ch. 1, § 2, p. 00.

§ 3. — LE FLÉCHISSEMENT ANNUEL DES COURS DU TERME.

Une autre particularité de la place d'Alexandrie consiste en ce qu'il se produit presque chaque année, vers la même époque, un certain fléchissement des cours du terme.

Il a sa source dans le mode d'achat du coton par les négociants, la pratique de *contrat à fixer*. Comme nous l'avons décrit précédemment (1), les négociants achètent aux producteurs leurs récoltes sur pied, souvent même avant les semailles et sans déterminer le prix d'achat. Ces derniers touchent un certain acompte. Quant au prix définitif, il sera celui pratiqué dans la Bourse des marchandises à terme le jour qu'il plaira aux vendeurs de choisir dans toute la période de la campagne cotonnière qui s'étend de novembre à mars.

Les producteurs qui ont passé un « contrat à fixer » ne se décident presque jamais à demander la fixation du prix au début de la campagne. Ils caressent toujours l'espoir de voir hausser les cours. Ce n'est donc, en général, que vers la fin du délai — en mars — qu'ils se décident à donner aux négociants *l'ordre de fixer*. Ces ordres, reçus en masse au même moment, dépriment les cours, grâce à la mise en œuvre, par les négociants, du système des couvertures.

En effet, quand les négociants achètent la récolte par un « contrat à fixer » jusqu'à fin mars, ils ne se couvrent pas (par une vente à terme leur assurant un prix) au moment de la conclusion du contrat. Les prix auxquels sont conclus

(1) *Ibid.*

les achats n'étant pas encore déterminés, ils n'ont aucune raison de mettre en mouvement le mécanisme de la couverture qui n'est utile qu'en tant qu'ils défendent des prix déterminés.

Donc, les négociants attendent que les producteurs fixent leur prix. Saisis de l'ordre *Fixer*, les négociants, pour se couvrir, commencent à l'ouverture de la Bourse par vendre à terme, et le prix d'achat définitif dû aux producteurs est celui de la clôture de la Bourse de ce même jour. Il en résulte qu'à la même époque, il y a, du chef des négociants qui se couvrent, beaucoup de ventes à terme : *ces ventes répétées cassent le marché* ; les cours tombent, et les producteurs sont déçus pour avoir trop voulu attendre.

§ 4. — LES ARBITRAGES ENTRE ALEXANDRIE ET LIVERPOOL.

Incapable de résister à ces causes accidentelles de fluctuations, la spéculation égyptienne n'arrive pas davantage à assurer une suffisante *péréquation* des cours entre le marché d'Alexandrie et celui du coton égyptien à Liverpool.

Il y a, en effet, souvent de gros écarts entre les deux séries de cours. D'autre part, il y a presque toujours une différence assez régulière entre les prix des deux Bourses au début de chaque campagne. Liverpool a une tendance à vendre avec du *déport* les échéances éloignées ; tandis qu'Alexandrie paye plutôt des *reports* élevés pour ces mêmes échéances. *Cela vient de ce que Liverpool est un marché de consommation, tandis qu'Alexandrie est un marché de production.* Il n'en est pas moins certain que le rôle de la

spéculation serait d'atténuer tous ces écarts dans une assez large mesure au moyen des arbitrages.

Or, la Bourse de Liverpool rend ces opérations très dangereuses : on fait preuve à cette Bourse d'une certaine *mauvaise foi* pour apprécier la conformité au *type* du coton égyptien. Chaque fois qu'il y a lieu de sauvegarder les intérêts de la filature anglaise, on sous-évalue systématiquement les qualités livrées par les vendeurs égyptiens qui, dès lors, au lieu de voir leurs bénéfices se réaliser, les voient diminuer fortement, absorbés par les pénalisations qu'ils ont à subir. Cette attitude est inspirée par la certitude de domination sur le marché égyptien dont Liverpool est sinon l'unique, du moins de beaucoup le plus gros débouché.

*
* *

La conclusion de cette étude se dégage d'elle-même : Le marché d'Alexandrie est un *marché disposant de faibles capitaux*, se trouvant sous la domination de grands marchés étrangers qui guettent toutes les occasions favorables pour peser sur les cours égyptiens.

Il jouit tout de même d'une *certaine autonomie*, grâce à l'*unique et précieuse qualité* du coton égyptien. S'il vient à être battu en brèche, soit par un affaissement des mérites du produit national, soit par la compétition de pays producteurs nouveaux, ou par le progrès de l'industrie textile capable de tirer un meilleur parti de cotons plus médiocres, Alexandrie ne sera plus guère à côté de New-York, de New-Orléans ou de Liverpool, qu'un marché de seconde importance, sous le contrôle des grands marchés régulateurs des cours.

EXPORTATION DU COTON PENDANT LES ANNÉES 1925-1926
ET 1926-1927 PAR PAYS DE DESTINATION

Pays de Destination	Total 1925-1926	Total 1926-1927
	Balles	Balles
Angleterre	423.897	435.185
France.....	125.264	115.951
Pologne	5.996	7.006
Autriche.....	4.096	6.559
Italie	58.263	58.021
Allemagne	34.650	71.143
Espagne	23.561	23.702
Suisse	38.424	51.678
Belgique	3.212	4.903
Portugal.....	447	725
Hollande	1.838	3.465
Inde et Chine	874	1.973
Japon	50.562	40.257
Tchécoslovaquie	16.795	25.152
Grèce, Syrie, Turquie	1.973	2.827
États-Unis d'Amérique	153.321	160.966
Russie et Hongrie.....	1.985	20.656
Esthonie	2.301	3.020
Suède et Divers	614	519
Australie.	—	20
Total Balles	946.193	1.033.728
Soit Cantars	7.198.845	7.858.579

(Chiffres de l'A. G. P. A.)

LES ARRIVAGES DU COTON ÉGYPTIEN A LIVERPOOL
1926-1930

Années	Du 1 ^{er} Août au 7 Février	Années	Du 1 ^{er} au 7 Février
	Balles		Balles
1929-1930	211.102	1930	27.000
1928-1929	243.000	1929	11.000
1927-1928	188.000	1928	14.000
1926-1927	258.000	1927	17.000

(Chiffres de l'Association des Manufacturiers de Coton de Liverpool.)

CONCLUSION

RÉFORMES ADAPTÉES ET RÉFORMES PROJETÉES

Après avoir étudié la réorganisation des Bourses égyptiennes et indiqué les buts poursuivis par le législateur, il nous faut rechercher si les résultats visés ont été atteints.

C'est une question délicate, car dans la plupart des pays, et en Égypte particulièrement, les Bourses font vivre de nombreuses personnes, représentant des intérêts puissants et qui veulent à tout prix le maintien du *statu quo* malgré ses imperfections. D'autre part, un certain nombre de détracteurs des Bourses sont complètement étrangers au monde des affaires et donnent leur appréciation sans rien connaître de la technique boursière.

Nous nous sommes bornés à une étude objective de la question : notre rôle n'est pas de prendre parti dans cette polémique.

Nous avons montré comment le régime des Bourses des groupements professionnels, ou le *Self-Gouvernement* en matière boursière a été un régime nettement insuffisant. Il a abouti à un fiasco complet et le législateur est intervenu en convertissant les Bourses en « institutions officielles ».

La Bourse a besoin de surveillance ; il est nécessaire

qu'elle sente au-dessus d'elle l'autorité constante, vigilante et énergique de l'État.

Il va sans dire que toute exagération du libéralisme, du non-interventionnisme, serait très blâmable. Si la floraison des Bourses ne doit pas être entravée et si leur développement et leur existence ne doivent pas être menacés par un législateur hostile, il existe des possibilités d'abus contre lesquelles il est nécessaire de réagir, si l'on ne veut pas voir se produire des effets qui ne tarderaient pas à compromettre la Bourse elle-même et les intérêts du pays.

Nous nous sommes particulièrement inspirés de cette idée, quand nous avons regretté que le gouvernement n'ait pas créé à la Bourse des marchandises au comptant (du disponible) une institution officielle, comme les autres Bourses. L'action que cette Bourse exerce pendant une certaine période de l'année sur la Bourse des marchandises à terme rend nécessaire une surveillance rigoureuse de la part des autorités.

L'« Alexandria General Produce Association », dont relève cette Bourse, domine très nettement le marché et exerce son action souvent dans l'intérêt des négociants-exportateurs en sacrifiant les véritables intérêts du pays.

On se méfie de ces négociants, c'est du moins l'état d'esprit que l'on peut constater parmi le public égyptien. Ils exercent une certaine influence sur les courtiers et dans ce cas, en pratique, ils exercent un pouvoir qui n'est pas tout à fait dans l'intérêt général du pays.

Si l'on s'en rapporte à l'esprit qui a préoccupé notre législateur, lorsqu'il a rendu nécessaire la représentation de ces négociants à la Commission de la Bourse d'Alexandrie, on

trouve qu'il a voulu précisément amener une fusion entre les deux éléments de notre marché. Il a cherché à faire marcher de pair la Bourse du terme et celle du disponible, mais, avouons-le, cette combinaison a mal réussi.

Nous ne demandons nullement que les courtiers soient seuls représentés à la Commission de la Bourse, pas plus que les négociants-exportateurs. A côté de l'intérêt spécial des courtiers ou exportateurs, il y a l'intérêt général du pays représenté par les producteurs, qui sont la base fondamentale de sa richesse et les plus grands intéressés au marché d'Alexandrie. Pour empêcher que les courtiers et les négociants s'entendent pour porter préjudice aux producteurs, il faut que ces derniers soient représentés à la Commission.

Il faut intensifier encore davantage le contrôle de l'État sur les Bourses égyptiennes.

L'institution du collège des Commissaires d'État près les Bourses a donné de bons résultats. Ces derniers ne sont plus regardés comme *espions*. Mais il faut aller plus loin dans le principe de la surveillance : l'institution d'une Haute Commission de Contrôle ou un Bureau permanent au Ministère des Finances, dont relèvent actuellement les Bourses égyptiennes, s'impose. Cette Commission serait composée de techniciens en matière boursière ; les Commissaires d'État seraient ses délégués près les Bourses des valeurs et des marchandises. Elle aurait pour compétence le contrôle de notre marché, elle envisagerait de temps à autre les mesures à prendre selon les nécessités du pays en examinant les cas de réforme quand ils se présenteraient. Ainsi les-

divergences d'opinion, dues à la multiplicité des Commissions, disparaîtraient de ce fait.

On peut critiquer à juste titre notre interventionnisme. Et cependant, nous ne faisons appel à l'État que parce que les circonstances actuelles de l'Égypte l'exigent.

Dans notre marché des marchandises ou des valeurs, la très grande majorité des courtiers, agents de change, négociants et banquiers, sont des étrangers. Il faut donc que ces groupes sentent au-dessus d'eux la main ferme du gouvernement.

Nous ne voulons nullement mettre en cause l'honorabilité et la probité de ces groupes. Au contraire, nous rendons hommage au zèle qu'ils ont apporté et apportent toujours dans l'accomplissement de leur lourde tâche. Mais la nature du progrès du pays, et l'intérêt national, exigent que le marché soit entre les mains des Égyptiens. En attendant ce moment, il faut sauvegarder le plus solidement possible les intérêts vitaux du pays, par une politique d'*interventionnisme* complet.

C'est en partant de cette idée que la Commission de 1927 a repoussé la constitution d'un monopole en faveur des courtiers existant ou la limitation de leur nombre près de chaque Bourse.

*
* *

Nous avons vu que la législation égyptienne consacre la validité complète du marché à terme de Bourse et l'exclusion de toute exception de jeu. Nous devons seulement constater qu'elle a suivi dans cette voie certaines législa-

tions étrangères telle que la loi française du 28 mars 1885.

Après quelques années de cette consécration officielle du marché à terme, ce marché fut suspendu en 1914 pour les Bourses des valeurs, dans des circonstances étranges qui nous laissent ignorer les véritables causes de cette mesure. Et comme elles nous échappent, nous nous sommes adressés à M. J. H. Perez, Président de la Commission de la Bourse des valeurs du Caire. Dans une lettre en date du 23 janvier 1930, il nous a répondu « qu'il n'y a eu aucun rapport à ce sujet ».

En plus, il nous dit dans la même lettre que « la Commission maintient toujours la suspension du marché à terme parce qu'elle estime que ce dernier, outre à pousser la spéculation sur une très grande échelle, serait surtout en ce moment très désastreux pour la Bourse ».

Nous ne partageons pas cette manière de voir et nous croyons utile *le rétablissement du marché à terme sur les valeurs*. Le remède contre les abus de la spéculation ne serait jamais cherché dans l'abolition du marché à terme. Dans l'absence de celui-ci, la spéculation peut toujours forger d'autres armes.

« Ceux, dit M. le Professeur Thaller, qui voudraient supprimer la spéculation ne savent pas ce qu'ils demandent. Ils ne la supprimeraient point, d'ailleurs, en abolissant le marché à terme. »

Si nous sommes de fervents adeptes du marché à terme, nous ne disons nullement avec Naquet, le rapporteur de la loi française de 1885, « tant pis pour ceux qui s'aventurent sur le pavé de la Bourse sans rien connaître à ce qui s'y

passe... La loi aurait trop à faire à vouloir garantir les humains contre leur propre sottise... Entrer en lutte avec la nature humaine, c'est faire de la politique métaphysique et oiseuse. »

Une des questions les plus délicates qui se posent en matière de Bourse est celle de savoir dans quelle mesure le marché à terme sera accessible au public et quelles précautions il convient de prendre pour défendre les gens inexpérimentés contre l'entraînement de la spéculation. Aucune législation, à notre connaissance, n'a résolu ce problème d'une façon satisfaisante. En réalité, il n'est pas possible de prendre des mesures efficaces à cet égard et les législations les plus sages sont encore celles qui n'ont pas abordé le problème. Il faut bien se dire que la Bourse est un champ de bataille, où il y a des vainqueurs et des vaincus et que là, comme ailleurs, est vaincu nécessairement le plus faible. La seule chose que puisse exiger le législateur, c'est que la lutte soit loyale, c'est que les règles en soient définies et respectées. Il n'est pas douteux que le contrôle officiel, dans la matière, soit une nécessité dans les Bourses égyptiennes et il serait même désirable que ce contrôle fût plus sérieux qu'il ne l'est en fait parce qu'il en résulterait plus de sécurité sur le marché et plus de confiance de la part du public.

Pour lutter contre les abus des opérations à terme en Égypte, deux réformes sont possibles : l'une, que nous qualifierons de *répressive*, et l'autre qui est plutôt *préventive*.

L'État peut tout d'abord intervenir par voie d'autorité et établir un système de dispositions pénales. La valeur de l'intervention du droit pénal en matière de Bourse doit être étudiée avec d'autant plus de soin que les législations

modernes ont une tendance très nette à en étendre le champ d'application.

Notre Code pénal contient un article (309/300) qui réprime par des peines de prison et d'amende le fait « d'opérer la hausse ou la baisse du prix des denrées ou marchandises ou des papiers et effets publics au-dessus ou au-dessous des prix qu'aurait déterminés la concurrence naturelle et libre du commerce ». Le texte définit lui-même *trois moyens spéciaux* permettant d'atteindre ce but : ce sont les *nouvelles* ou *avis faux* ou *calmonieux* semés à dessein dans le public les *suroffres* faites aux prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes, et la *coalition* entre les principaux détenteurs d'une même marchandise ou denrée, tendant à ne pas la vendre, ou à empêcher sa vente au-dessous d'un certain prix. La loi ne s'en tient pas là ; son énumération n'est pas *limitative* mais simplement *énonciative* et elle la complète en visant « les voies ou moyens frauduleux quelconques ».

Peut-on étendre l'application de l'art. 309/300 C. pénal au spéculateur agissant isolément et dont l'action se borne à acheter une marchandise en temps de baisse pour ne revendre qu'à la hausse, quand même cette opération porterait sur la totalité ou sur la majeure partie des marchandises qui se trouveraient dans un lieu déterminé et ne constituant pas un accaparement au sens juridique du mot ?

Au point de vue théorique, l'action de droit pénal semble la plus capable de séparer l'abus et l'opération légitime, d'infliger à celui-là le châtimement qu'il mérite tout en laissant celle-ci produire tous ses effets.

En pratique, il n'en est malheureusement pas ainsi. Un texte pénal est une arme particulièrement délicate à

manier : ou il est trop compréhensif et constitue ainsi une *épée de Damoclès* qui menace et paralyse toutes les opérations commerciales en confondant le dol permis (*dolus bonus*) et la fraude punissable. Ou, à l'inverse, il est trop étroit, comme l'article 309/300 qui exige une coalition, alors que les circonstances modernes permettent à un seul spéculateur de faire ce qu'exigeait jadis une association.

Ainsi, une extension de cette disposition restera en fait dépourvue d'efficacité. La raison profonde pour laquelle l'article 309/300 reste inapplicable, ce n'est pas parce que les moyens employés dans telle ou telle hypothèse ne rentrent pas dans les procédés prévus par le Code pénal ; c'est, en réalité, parce qu'il est presque toujours impossible d'établir *la relation de cause à effet* entre les agissements des inculpés et les mouvements des cours. Il y a là un obstacle naturel, qui n'est pas spécial à l'article 309/300 du Code pénal égyptien, mais qui contrarie d'une façon générale l'intervention de la peine en matière de Bourse. Il résulte moins d'une imperfection législative que de la complexité même des rapports économiques.

Il apparaît donc comme nécessaire de prendre une autre voie ; au lieu de recourir au châtement, une fois le mal accompli, n'est-il pas plus sage et plus efficace de rechercher ses causes profondes pour en empêcher l'action et en prévenir les conséquences ?

La réforme, par cette seconde voie à la Bourse des valeurs, se réalise par *deux moyens* :

Le *premier*, que nous demandons comme *condition préalable* au rétablissement du marché à terme en valeurs, est que le législateur égyptien écarte de ce marché la petite

épargne, les fortunes modestes. Dans ce domaine, nous sommes hostiles à toute *limitation personnelle* ou *réelle* ; mais il faut que la loi fixe un nombre élevé de titres (comme minimum) pour traiter à terme. Ainsi, le moyen le plus sûr pour tenir la petite épargne à distance, c'est de faire de la spéculation un jeu de grand seigneur. Les risques à courir feront réfléchir ceux qui ne sont pas assez solides sur leurs étriers.

Le *second* par une réforme du droit des Sociétés. La source réelle de tous les abus que le marché à terme favorise sans les créer, c'est la possibilité de constituer ces Sociétés par actions que les Anglais dénomment *Bubble Companies*. Semblables à des bulles de savon, elles grossissent, elles se développent avec rapidité, elles brillent d'un éclat extraordinaire et puis elles s'effondrent, ruinant la petite épargne entraînée par la hausse factice.

Le but à réaliser, c'est de *moraliser* la fondation et l'administration des Sociétés anonymes. C'est l'obligation pour tous ceux qui introduisent des valeurs sur le marché, de rédiger un *prospectus d'émission*, un programme de nature à éclairer sur les précédents et sur la valeur de l'entreprise. Les inexactitudes ou les omissions dans ce document entraîneraient la responsabilité civile des lanceurs d'affaires.

A la Bourse des marchandises et des produits, où les excès spéculatifs ont une répercussion grave sur le coût de la vie, la réforme ici vise la *sécurité des transactions*.

Celui qui achète ou qui vend est sans cesse exposé à l'insolvabilité de son cocontractant. Le plus souvent, du reste, le courtier auquel il s'adresse, au lieu de s'en tenir à son

rôle d'intermédiaire, pratique la contre-partie et se trouve ainsi avoir des intérêts opposés à ceux de son client.

Les nouveaux règlements de 1927 ont franchi la première étape, en organisant la Caisse de Garantie. Or, son but est restreint ; elle sert seulement à faire les avances nécessaires à la liquidation des opérations des courtiers défaillants envers leurs confrères. Le public n'est pas protégé contre la défaillance de l'autre contractant ou du courtier qui pratique la contre-partie.

L'institution d'une *Caisse de liquidation* s'impose et par là disparaît l'insécurité des transactions. Elle n'aurait pas seulement pour effet de faciliter l'exécution des marchés par compensation ; elle serait aussi un organisme de garantie, donnant au vendeur la certitude de toucher son prix, à l'acheteur celle d'avoir la chose qui fait l'objet du contrat.

*
* *

Nous avons vu que presque chaque année, vers la même époque, se produit une baisse de prix du coton qui entraîne avec elle la baisse dans le marché des valeurs et, par contre-coup, une stagnation dans la vie économique du pays. Le marché à terme, contrairement à ce que l'on croit parmi le public égyptien, n'a rien à voir avec ce mouvement de baisse.

Le fléchissement des cours du terme n'est dû qu'à la pratique, à la fois originale et spéciale pour l'Égypte, de *contrats à fixer* que nous avons décrite.

Le gouvernement égyptien, pour parer à cette baisse artificielle, a pris l'habitude chaque année de recourir à *deux*

procédés : d'après son point de vue, l'un est *préventif* et l'autre *palliatif*.

Pour le *premier*, le Trésor public ouvre, au moment où le fléchissement des cours se produit, un crédit aux producteurs de coton afin qu'ils ne vendent pas leur produit à des prix dérisoires.

Le *deuxième* consiste dans l'intervention de l'État sur le marché comme acheteur.

Jusqu'ici, ces deux moyens employés chaque année par les gouvernements appartenant à tous les partis politiques ont subi un *échec complet*. Voici comment :

Pendant l'année 1929, le gouvernement a ouvert un crédit de L. E. 7 millions pour servir d'emprunt aux producteurs de coton, avec un intérêt de 4 %. Un résultat curieux fut constaté : sur cette somme énorme, les agriculteurs n'ont emprunté que L. E. 150.000. La raison en est que, d'après la pratique courante de vendre à *contrat à fixer*, ils ont vendu leur coton sur pied ou même avant la semence et ont touché une certaine somme comme acompte pour continuer leurs opérations financières. Ils ne peuvent pas ainsi garder la récolte chez eux, ils sont toujours obligés de fixer un prix, même si les cours sont en baisse, et de livrer le coton aux négociants à la date fixée d'avance.

Le deuxième moyen aurait porté de beaux fruits, mais son échec se rattache à la même cause que celle du premier. Quand le gouvernement intervient comme acheteur, pour relever le cours, il ne trouve devant lui que les négociants qui ont déjà acheté le coton aux producteurs ; ces derniers se trouvent déjà intéressés au mouvement des cours à la Bourse. Ainsi, les cours s'élèvent, mais au profit des négo-

cians détenteurs de la presque totalité de la récolte cotonnière et ils sont pour la plupart des étrangers.

Mais que fait le gouvernement avec le coton qu'il achète ? Il n'a pas de manufactures, ainsi il l'emmagasine et lorsqu'il veut l'écouler sur le marché, comme il l'a essayé en 1928, les cours s'effondrent et des cris s'élèvent.

Ce que nous constatons, est un fait scandaleux : *le gouvernement accumule le coton qu'il achète et le Trésor public verse des sommes énormes aux négociants étrangers sans que les producteurs en profitent.*

N'y a-t-il pas un autre moyen pour porter remède à cette situation fâcheuse ? Le seul procédé est d'empêcher les producteurs, sous le besoin impérieux d'obtenir les fonds nécessaires pour leur mouvement financier, de vendre la récolte sur pied ou même avant la semence par la pratique de *contrats à fixer*.

Il faut organiser le *crédit* ouvert à ces producteurs sur une plus vaste échelle. La solution est dans la constitution d'une *banque nationale agricole* qui peut servir à ce but d'une façon plus méthodique. Heureusement, le gouvernement, comme il l'a déclaré dans le discours du Trône à l'ouverture de la session parlementaire au mois de janvier 1930, a entrepris cette tâche.

Ainsi, si les producteurs restent propriétaires de leur coton jusqu'au moment de la récolte, et peuvent le garder au moment de la baisse des cours, ils se trouvent intéressés à ce qui se passe sur la place d'Alexandrie.

S'il est vrai que, dans l'état actuel des choses, les producteurs, si désorganisés, ne paraissent pas se rendre compte de l'intérêt qu'il pourrait y avoir pour eux à surveiller le

marché, l'absence d'une organisation dans le pays qui rappelle de près ou de loin un *parti agraire* et prend leurs intérêts en mains, rend la situation plus malaisée.

A la différence des industriels et des commerçants, les agriculteurs, par nature, n'osent pas se plaindre et leur timidité en fait souvent des résignés. Il appartient aux représentants des agriculteurs de se grouper et à l'État de s'occuper d'eux et de prendre l'initiative de réformes susceptibles d'améliorer leur situation.

APPENDICES

APPENDICE I

LA CAMPAGNE ANTITERMISTE A L'ÉTRANGER

§ 1. — ORIGINE DE LA CAMPAGNE.

Vers la fin du XIX^e siècle, une campagne ardente a été menée dans la plupart des pays contre les marchés de Bourse à terme sur produits agricoles, — non pas contre les marchés à livrer (1) mais contre les *marchés fictifs*, autrement dit, à *découvert*.

La baisse de prix des produits agricoles, qui commença sur presque tous les marchés mondiaux en 1880 (2), souleva une protestation très vive de la part des intéressés, des agriculteurs, qui voyaient de plus en plus s'abaisser le prix de leurs denrées, et partant le profit issu de leur travail (3).

Cette protestation contre les marchés fictifs fut unanime

(1) Il est indéniable, même de la part des antitermistes, que ce genre de contrats répond à d'évidentes nécessités économiques.

(2) Jusqu'à 1900.

(3) En ce qui concerne la vérité sur les allégations des agriculteurs, voir ce que nous avons dit à propos de la spéculation, p. 80, note 1.

de la part des *agrariens* en Europe et en Amérique. La lutte fut chaude entre commerçants-spéculateurs, cultivateurs et les législateurs se préoccupèrent de cette question.

D'ailleurs, les conflits que fait naître toute législation sur la Bourse doivent être particulièrement violents. Sans doute, d'une façon générale, il existe entre le cultivateur et le commerçant des différences profondes : le premier est prudent, parfois timide, le second entreprenant et souvent téméraire ; l'un est plus attaché à l'autorité et à la tradition, l'autre plus épris de liberté et de progrès ; le patrimoine de celui-là se compose presque entièrement d'immeubles, la fortune de celui-ci ne comprend que des meubles, corporels ou incorporels. Ces différences sont la cause déterminante des luttes économiques. Les agrariens sont partisans du *protectionnisme* : ils réclament des droits très forts sur les céréales importées pour permettre à l'agriculture nationale de lutter contre la concurrence de terres plus favorisées. Les commerçants veulent *libérer* de toute entrave la circulation des produits ; les droits protecteurs doivent disparaître entre les nations, comme ont été supprimées les anciennes taxes entre les provinces.

Ainsi la campagne, menée par les agriculteurs dans les différents pays, devint une lutte pour la sauvegarde de certains intérêts de *classe*.

L'initiateur et le vaillant protagoniste du mouvement antitermiste fut M. Charles W. Smith, ancien courtier de Liverpool. Il ne s'est point contenté de lutter dans son propre pays, l'Angleterre ; il a eu une influence bien plus grande sur le continent. Les nombreux opuscules qu'il a

publiés ont déclenché le mouvement (1). L'influence de ses écrits fut si considérable que, de toutes les parties du monde, lui vinrent des adhésions (2). La campagne a été dirigée principalement en France par M. Alfred Paisant (3), en Allemagne par MM. Alexandre Van Gülpen et le Professeur Gustave Rühland, enfin en Hongrie par le comte Robert Zélenksi (4).

Nous avons examiné la question des marchés à terme tant en Égypte qu'en France; ici nous allons passer brièvement

(1) Charles W. SMITH. — *Original Theories upon Depression in Trade, Agriculture and Silver. — Commercial Gambling; the principal Cause of Depression in Agriculture and Trade. — The Option and future System of Speculating in Wheat. — International Gambling in Wheat and Silver. — Financial and Commercial Gambling: its effects on Agriculture and Trade. — The Option future, and Settlement Systems of Dealing in « Fictions » Agricultural Produce. — The Ruin of Agriculture. — Our Daily Bread. — The System of international Option and futurs Sales of Agricultural Produce. — Price-Famines. The result of « Corners ».*

De la réglementation des marchés à terme sur les céréales (*Revue d'Économie politique*, numéros de février, mai et juillet 1899.)

(2) En 1897, le comte Alexander Koroly lui écrivait de Hongrie : « Vous êtes déjà en état de voir que le mouvement, dont vous êtes le promoteur en Europe et en Amérique, a gagné beaucoup de partisans, qu'il a été suivi en Allemagne jusqu'à ce que vous y ayez remporté la victoire, et que les autres pays allemands, en dépit de l'opposition des Bourses de Commerce, songent à donner corps de loi à vos idées dans leur Parlements respectifs. »

(3) Communication à la Société de Législation Comparée sur les marchés fictifs (*Bulletin de la Société* d'avril-mai 1898). De la réglementation des marchés à terme, sur les céréales (*Revue d'Économie politique*, février (1898).

Législation et réglementation du commerce des produits agricoles et des marchés à terme. (Rapport fait au Congrès International d'Agriculture de Paris, 1900.) La direction du marché des céréales et en particulier du blé. (Rapport fait au Congrès international d'Agriculture de Rome, 1903.)

(4) Sur la législation et la Réglementation du commerce des produits agricoles et les marchés à terme. (Rapport présenté au Congrès international d'Agriculture de Paris, 1900, I, p. 131 à 142.)

en revue la même question dans d'autres pays : les différentes tentatives de réformes et l'état actuel de législation.

Or, ce qui est certain, c'est que ces législations ne traitent pas toutes le marché à terme différentiel de la même manière : les unes le déclarent valable, telle que l'Angleterre, l'Espagne et l'Italie. Les autres, notamment la Belgique, l'Allemagne, la Suisse et l'Argentine donnent encore au perdant le moyen de s'y soustraire.

§ 2. — ANGLETERRE.

Il semble naturel, au premier abord, qu'étant né en Angleterre, le mouvement hostile aux marchés à terme eût dû y avoir une répercussion considérable et y provoquer des réformes législatives. Il n'en est rien.

En Angleterre, il n'y a pas une loi spéciale sur les marchés à terme. Il n'y a que la loi générale sur le jeu et le pari, de 1845 (St. 6 et 8, Victoria, Ch. 109), dont l'article 18 est ainsi formulé :

« Tout contrat ou accord, verbal ou par écrit, de la nature du jeu ou du pari sera nul et de nul effet et aucune action ne pourra être intentée devant une Cour quelconque de droit ou d'équité pour obtenir le paiement d'une somme d'argent ou la délivrance d'une chose de valeur qui serait alléguée avoir été gagnée par un pari, ou qui aurait été déposée entre les mains d'un tiers jusqu'à l'arrivée de l'événement sur lequel repose le pari (1). »

(1) « All contracts or agreements, whether by parole or in writing, by way of gaming and waging, shall be null and void and no action shall be brought or maintained in any Court of Law or equity for

Or, les tribunaux anglais admettent difficilement l'exception de jeu dans les marchés à terme. Ils reconnaissent sa validité lorsqu'il s'agit de marchés reconnus par les usages et les règlements du *Stock-Exchange* (1).

La question du marché à terme fut présentée par Ch. Smith le 5 décembre 1895 au marquis de Salisbury, qui lui opposa une fin de non-recevoir pure et simple. C'est alors que Lord Stanley of Aldrney proposa, le 1^{er} mai 1896, à la Chambre Haute (*House of Lords*) une motion tendant à la nomination d'une Commission, pour examiner l'effet du jeu relativement à la dépression des prix du blé, du coton, de la laine, de l'argent, du café, et d'autres produits. Son argumentation fut réfutée par le comte Dusley, Ministre du Commerce, et le projet ne fut pas pris en considération (2).

§ 3. — ESPAGNE.

Le Code de commerce de 1885 (art. 75, 2^e al.) décide que des actions peuvent être exercées à l'occasion de toutes les opérations faites dans les Bourses.

receiving any sum of money or valuable thing alleged to be won upon any wager, or which shall have been deposited in the hands of any person to abide the event on which any wager shall have been made. »

(1) V. MELSHEIMER et LAURENCE — *The Law and Customs of the Stock Exchange*. ARTHUR CURTI. — *Manuel de Droit civil et commercial anglais*, t. II (Droit commercial), p. 259 et s.

(2) Aux États-Unis, aussi, la campagne antitermiste n'a pas eu plus de résultats. Le projet de loi connu sous le nom d'« *anti-option bill* » fut rejeté en 1896 tant par le Sénat que par la Chambre des représentants.

§ 4. — ITALIE.

En Italie, les contrats de Bourse ont été réglementés par une loi du 14 juin 1874, refondue dans une loi du 13 septembre 1876.

Cette loi « accorde l'action en justice aux contrats à terme stipulés dans les formes prescrites par la loi, encore qu'ils n'auraient pour objet que le seul payement de différences ».

Mais la jurisprudence résiste à l'application absolue de cette disposition (1) en ce qui concerne les contrats de Bourse (*contratti di Borsa*), purement différentiels (*puramente differenziali*). Des arrêts admettent l'exception de jeu, en se fondant sur ce que les opérations ne sont pas sérieuses, parce qu'elles sont en trop grande disproportion avec les ressources des parties.

Cette loi a limité la force obligatoire des marchés à terme à ceux qui sont passés dans les formes légales (art. 4) et elle a conféré au gouvernement le pouvoir de réglementer les Bourses et la surveillance des agents de change et courtiers publics (*publici mediatori*) (art. 9).

Enfin, elle a frappé les opérations de Bourse d'un droit fiscal consistant dans l'emploi de formules timbrées (*foglietti bollati*). Mais la nouvelle loi italienne du 20 mars 1913 a modifié ce régime. D'après elle, les contrats dits sur différences sont valables, même s'ils n'ont pas été passés sur papier timbré comme c'est prescrit, sauf à acquitter la taxe autrement (2).

(1) VIDARI. — *Corso di Diritto commerciale*, IV, p. 441 et s.

(2) *Annales de Droit commercial*, 1914, p. 327.

§ 5. — BELGIQUE.

En Belgique, le Code pénal de 1867 n'a pas reproduit les articles 421 et 422 du Code pénal français (1). La jurisprudence est semblable à la jurisprudence française antérieure à la loi du 28 mars 1855 (2).

D'ailleurs la jurisprudence belge peut se résumer dans les propositions suivantes :

A. Les marchés à terme sur effets publics, denrées ou marchandises, sont valables en principe, même ceux faits à découvert ; et ils peuvent donc servir de base à une action en justice (3).

B. Ils sont présumés sérieux jusqu'à la preuve contraire du caractère fictif de l'opération ; preuve qui peut être fournie par tous les moyens de droit (4).

C. Les marchés à terme ne doivent d'ailleurs être envisagés comme opérations de jeu que pour autant que la teneur du contrat, les clauses de liquidation, l'importance de l'opération par rapport à la qualité des parties et, en général, toutes les circonstances de la cause, impliquent une inten-

(1) La Belgique garda jusqu'en 1867, le Code pénal français de 1810.

(2) BASTINÉ. — *Code de Bourse*, p. 117 et s. ; G. BALTJENS. — *Encyclopédie du Droit commercial belge*, sous l'article 67, nos 79 et s. VERCAMER. — *Étude historique et critique sur les jeux de Bourse et marchés à terme*, p. 129 et s. et p. 224 et s.

(3) Bruxelles, 13 août 1839 *Pasic*, 1839, 191 ; Bruxelles, 12 mai 1849 (*Pasic*, 1849, II, 333) ; Liège, 29 avril 1865 (*Pasic*, 1865, II, 188).

(4) Bruxelles, 3 juillet 1869 (*Pasic*, 1869, II, 352 ; Bruxelles, 16 décembre 1878 (*Belg. Jud.* 1879, p. 65) ; Bruxelles, 19 mai 1889 (*Belg. Jud.*, 1889, p. 913). Cass. B. 4 février 1892 (*Pasic*, 1894, I, 44). Cass. B., 17 mai 1895 (*Pasic*, 1896, I, 80).

tion originaire et réciproque des parties de n'aboutir qu'à un règlement de différences, non à une exécution effective du contrat (1).

La campagne antitermiste gagna aussi la Belgique (2). Plusieurs tentatives en faveur d'une loi sur les marchés à terme ont été faites, mais aucune n'a abouti jusqu'à présent.

Le Sénat belge a voté, le 16 décembre 1896, après discussion dans les séances des 2, 3, 4, 8, 9, 10, 11 et 15 décembre, une proposition de loi de M. Lejeune, ancien Ministre de la Justice, qui envisageait la question du jeu de Bourse (3).

Cette proposition reconnaît la validité des marchés à terme, mais frappe d'une nullité d'ordre public toutes les opérations dans lesquelles « l'intention commune des parties est d'exclure la livraison et la réception, des denrées marchandises ou valeurs mobilières quelconques sur lesquelles elles ne se traitent qu'en apparence, et de borner l'objet du contrat à une simple différence sur la hausse ou la baisse des cours ».

(1) Marchés tenus pour sérieux :

Bruxelles, 7 décembre 1874 (*Pasic*, 1875, II, 45). Gand, 8 avril 1883 (*Pasic*, 1883, II, 444 et *Belg. Jud.*, 1885, p. 69). Anvers, 12 mai 1894 (*Jurisp. du port d'Anvers*, 1894, I, 317).

Marchés tenus fictifs :

Bruxelles, 19 mai 1883 (*Pasic*, 1890, II, 10). Gand, 7 juin 1893 (*Belg. Jud.*, 1893, p. 368). Bruxelles, 25 janvier 1895 (*Pasic*, 1895, II, 85) Anvers, 16 janvier 1893 (*Jurisp. du port d'Anvers*, 1894, I, 420).

(2) HAMMESFAHR. — *Le Commerce des grains et les marchés à terme en rapport avec les problèmes sociaux*.

(3) *Annales parlementaires de Belgique*, Sénat, 1895-1896, p. 5.

§ 6. — ALLEMAGNE.

En Allemagne, le Code de commerce de 1897 ne renferme, pas plus que le Code de 1861, de dispositions sur les Bourses de commerce ; la matière, laissée pendant longtemps aux législations de chaque État, est régie par une loi des Bourses du 22 juin 1896 (*Börsengesetz*) modifiée par une loi du 8 mai 1908 (1).

Cette dernière loi a apporté des modifications assez notables aux dispositions de la loi de 1896 relative aux marchés à terme sur valeurs mobilières. L'article 764 du Code civil (*Bürgerliches Gesetzbuch*) pose en plus une règle générale qui s'applique aux marchés à terme autres que les marchés de Bourse (*Börsentermingeschäfte*). Il décide que, lorsqu'un marché à livrer « sur marchandises ou sur valeurs » a été fait avec l'intention que la différence entre le prix convenu et le prix de Bourse ou de marché au temps de la livraison fût payée par la partie perdante à la partie gagnante,

(1) V. Georges RAPHAËL. — Les Marchés financiers de l'Allemagne (*Revue des Deux Mondes*, 1894, p. 44).

PUSSENIER. — Les premiers effets de la nouvelle loi sur les Bourses en Allemagne (*Réforme sociale*, bulletin n° 49 du 1^{er} février 1898).

Voir aussi la communication de M. le Professeur Thaller à la Société de Législation Comparée : Le régime des Bourses en Allemagne (*Bulletin mensuel de la Société de Législation Comparée*, 1898, p. 130-154). La Réforme de la loi des Bourses en Allemagne (*Annales de Droit commercial* 1908, p. 310-319).

SAYOUS. — Étude économique et juridique sur les Bourses allemandes de valeurs et de commerce (Thèse Paris, 1898).

LESCURE. — Le Marché à terme de Bourse en Allemagne (Thèse Bordeaux, 1908).

GUYOT. — La Réforme des Bourses allemandes (Thèse Dijon, 1911).

le contrat doit être considéré comme un jeu. Cette disposition s'applique même lorsque l'intention d'une des parties était d'obtenir le paiement d'une différence et que cette intention était connue ou devait être connue de l'autre partie ».

Après cette énumération de différentes dispositions, nous passerons sur les phases de la lutte, menée par les *agrariens* en Allemagne, qui ont amené la promulgation de la loi de 1896 et nous insisterons sur les points caractéristiques des efforts qui ont précédé et préparé la réforme du 8 mai 1908. Cette réforme mérite, dans une étude même brève, d'être rapidement analysée.

Dès l'année 1887, les agrariens commencèrent leur campagne et déposèrent au Reichstag une pétition pour obtenir une loi qui abolît les conséquences *désastreuses* du marché à terme. Des circonstances vinrent favoriser le mouvement : des abus révélés dans l'effondrement du corner des cafés de Hambourg, des banqueroutes importantes ; de plus, on était dans une période de *dépression économique*, et, à la vieille haine des agrariens, vint s'ajouter le mécontentement des industriels qui rendaient la Bourse responsable de la dépréciation des valeurs. La direction de la réforme, à la suite de cette coalition, appartenait aux *classes sociales* qui avaient eu le plus à souffrir de la baisse générale des prix et qui désiraient par la suite rendre impossible pour l'avenir toute spéculation à la baisse.

En 1892, une Commission, chargée de faire une enquête sur les questions relatives à la Bourse, fut nommée (1). Un

(1) Elle comprenait parmi ses membres le comte de Kanitz-Podan-

questionnaire détaillé fut rédigé spécialement pour le marché à terme : les causes de son admission, ses avantages, ses dangers, ses limites furent l'objet d'interrogations particulières (1).

Les résultats de l'enquête transmis, un projet de loi fut déposé au Reichstag qui l'a admis et la loi fut publiée le 22 juin 1896.

Cette loi, qui contient différentes dispositions organisatrices de la Bourse, reflète naturellement les idées dominantes en Allemagne à cette époque. Elle impose au marché à terme une *double limitation*, à la fois *personnelle* et *réelle* : d'une part, pour faire des opérations valables, pour échapper aux exceptions de différence, il est nécessaire que les deux parties contractantes soient inscrites sur un registre particulier (2). Ce *registre de Bourse* (*Børsenregister*) est tenu, pour les marchandises et pour les valeurs, près de chaque tribunal compétent par le registre de commerce : il contient les noms, prénoms, professions et domiciles des individus qui veulent participer au marché à terme ; il indique la raison sociale et le siège de l'établissement des Sociétés commerciales. Il peut être librement consulté par le public. Toute inscription est publiée dans le *Journal Officiel*. D'autre part, il est des valeurs et des produits qui sont absolument exclus des opérations à terme de Bourse : ce

gen, chef du parti agrarien, et le Professeur Schmoller, un des plus chauds défenseurs des marchés à terme.

(1) Le questionnaire de l'enquête a été traduit dans le *Bulletin de statistique et de Législation Comparée*, 1892, II, p. 528.

(2) Ce registre particulier avait un précédent dans une proposition faite au Congrès de Washington en 1890 et connu sous le nom de « *Butterworth-Bill* ».

sont, d'un côté, les parts d'entreprises minières et industrielles ; ce sont aussi les céréales et les produits meuniers (1).

Ce système, qui semblait couper le mal à sa racine, n'atteignit pas les abus qu'il comptait supprimer et entrava les opérations sérieuses : pour procurer à la spéculation *par se* une entière sécurité légale, l'article 48, analysant la notion du marché à terme de Bourse (*Börsentermingeschæft*), y distinguait trois éléments : il devait s'agir d'achats ou d'opérations semblables pour lesquels étaient fixés une date ou un délai de livraison ; leur conclusion devait avoir lieu suivant les conditions arrêtées par le Comité directeur ; leurs cours devaient être établis d'une façon officielle (2).

Pour faire produire à ces actes toutes les conséquences des rapports ordinaires d'obligations, il suffisait que les deux contractants soient inscrits sur le *registre de Bourse*. Or, la facilité des formalités à remplir permettait aux jeux de Bourse de continuer de vivre sans la protection de la loi.

Ainsi, la loi de 1896, plus qu'aucune autre, a manqué de produire les effets qu'on en attendait : elle n'a pas supprimé

(1) Nous trouvons ici, l'influence précitée des industriels et agrariens.

(2) Se fondant sur cet article, les boursiers ont vu que si on s'écarte en quoi que ce soit de ces usages, par exemple, en vendant au 16 ou à 17 courant au lieu de vendre à fin de mai ou à quinzaine, on effectue un marché à terme permis. Et ils ont continué à conclure des opérations sur une marchandise abstraite. Le gouvernement a fait fermer la Bourse de Berlin ; ils se sont réfugiés au *Palais des Fées* et, sur la plainte des agrariens, ils ont été chassés. Au mois d'avril 1897, ils firent construire dans un vieux couvent l'« *Heilige Geist Kloster* » une série de petites salles qu'ils appelèrent les comptoirs ; ils étaient ainsi chez eux et pouvaient vendre ou acheter par-dessus ces stalles. La police ne pouvait plus intervenir et, après deux ans de pourparlers entre le parti agrarien et le gouvernement, la Bourse de Berlin fut réouverte.

les jeux de Bourse ; leur forme seule a changé. En revanche, elle a eu d'autres conséquences fâcheuses. On lui reprocha encore d'avoir, en paralysant et en supprimant partiellement les opérations à terme, telles qu'elles sont organisées à la Bourse, exercé une action néfaste sur les mouvements des cours ; enfin d'avoir fait le plus grand tort à la moralité publique en encourageant la mauvaise foi. De nombreuses personnes considérées comme honorables ont usé de la faculté que leur offrait la loi de se soustraire à leurs engagements en invoquant l'exception de jeu ; elles ont eu ainsi recours à des manœuvres qu'on peut, à bon droit, qualifier de malhonnêtes.

Voilà ce qui a fait l'objet des débats échangés dans le III^e Congrès des banquiers allemands, siégeant à Hambourg les 5 et 6 septembre 1907 (1). Il a déclaré considérer la suppression du registre de Bourse et le rétablissement des opérations à terme sur actions de mines et d'entreprises industrielles, comme aussi indispensables que l'élargissement du cercle des personnes non autorisées à invoquer l'exception de jeu.

C'est dans ces circonstances qu'intervient la loi du 8 mai 1908, modifiant la loi des Bourses du 22 juin 1896 :

Le marché à terme de Bourse est admis ; mais pour éviter les abus qu'il est susceptible d'engendrer, la nouvelle loi se rattache aux moyens préconisés par le législateur de 1896 : il conserve une *double restriction, objective et subjec-*

(1) L'« Union Centrale de la banque et des banquiers allemands » a commencé sa campagne contre la loi de 1896 à partir de l'année 1901. Le premier Congrès fut tenu à Francfort, les 19 et 20 septembre 1902, et le deuxième à Berlin, les 16 et 17 mai 1904. Depuis lors les mémoires, propositions, projets de réforme affluèrent au Reichstag.

tive ; il n'autorise pas tout le monde à prendre part au commerce à terme et certaines marchandises ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'opérations à terme de Bourse.

C'est ainsi que la prohibition relative aux blés et produits de meunerie est maintenue (art. 63).

Au contraire les *Børsentermingeschoeft* sur parts d'entreprises minières et industrielles cessent d'être interdits légalement (art. 61). La prohibition, dit-on dans les motifs, ne serait une règle économique légitime que si par elle la spéculation tout entière était écrasée et non pas seulement une de ses manifestations. Or, c'est un fait constaté que la spéculation n'a pas été supprimée, mais qu'elle s'est simplement transformée et aggravée en revêtant de nouvelles formes.

La cause profonde de cette disposition législative est peut-être moins dans des considérations théoriques que dans un compromis politique. Les agrariens et les industriels, les premiers nettement hostiles à tout marché à terme de Bourse, les seconds convaincus de son utilité, devaient s'entendre (1) en se partageant le domaine d'application de leurs idées. Aux uns on donnait satisfaction en laissant subsister les prohibitions de la Bourse des produits ; on tenait compte du désir des autres en développant davantage la liberté de la Bourse des valeurs.

Au point de vue subjectif, on étend le cercle de ceux qui peuvent s'obliger valablement par leurs opérations à terme.

(1) Le 12 décembre 1907, le Docteur Sembler dit au Reichstag : « Nous laissons aux agrariens le commerce à terme sur céréales mais qu'ils ne se mêlent pas des autres affaires auxquelles ils n'entendent rien. »

On reconnaît toute l'insuffisance de l'institution du registre de Bourse qui permettait à chacun, en remplissant une formalité et en acquittant une taxe, d'acquérir à son gré une capacité qui ne devait pas lui appartenir. On substitue au registre de Bourse le *registre de commerce* (1).

Ainsi, sont aptes à conclure des marchés à terme, indépendamment des Sociétés, les commerçants inscrits sur le *registre de commerce* ainsi que les personnes qui, au moment du contrat, ont précédemment accompli professionnellement des opérations de Bourse à terme ou des opérations de banque, ou qui fréquentaient une Bourse d'une manière suivie (2).

§ 7. — SUISSE.

A Genève, une loi spéciale du 29 février 1860 avait décidé que l'article 1965, C. civ., ne peut être interprété comme applicable aux marchés « faits à la Bourse de Genève et enregistrés par les commissaires de la Bourse ». Mais le Code fédéral suisse des Obligations de 1881 (en vigueur depuis le 1^{er} janvier 1883), formant le livre V du Code civil suisse, a abrogé cette disposition de la loi genevoise, par l'article 512 n° 2, aux termes duquel « aucune action en justice n'est accordée à ceux des marchés à terme, sur les marchandises

(2) Le registre de Bourse a disparu ainsi, et avec les droits pour les maisons les plus lancées dans la spéculation de manquer un beau jour à leurs engagements, sous le prétexte qu'elles ne s'y étaient point fait inscrire : scandale qui s'était produit en Allemagne.

(1) Exception faite ici encore quant aux artisans et aux petits commerçants.

ou valeurs de Bourse, qui présentent les caractères du jeu ou du pari (1).

§ 8. — ARGENTINE.

Le Code de commerce de 1890 (qui a remplacé celui de 1862) range parmi les opérations prohibées « toutes les opérations qui, sous quelque forme légale, impliquent un contrat aléatoire prohibé par la loi ». Elles ne donnent pas action en justice (art. 78) et sont même punies d'une amende prononcée par le juge de commerce d'office, à la demande du Ministère public ou d'une personne quelconque (art. 86). Par là, le législateur précise qu'il entend frapper les jeux de Bourse, « qui consistent dans des ventes et des achats n'obligeant aucune des parties à faire livraison et devant uniquement se résoudre en paiement de différences » (art. 80).

La jurisprudence argentine a précisé que ce texte ne prohibait pas toute vente à terme, mais seulement celles devant, dans l'intention des parties, se résoudre en simples différences à payer.

Pour se conformer au Code de commerce, les statuts de la Bourse de Buenos-Aires ne prévoient donc pas qu'une opération pourra se résoudre par un simple paiement de différences. Le fait de l'avoir prévu dans un marché serait en effet illégal (2).

(1) GANS. — *Quelques Réflexions sur les opérations de Bourse sous le régime du nouveau Code fédéral des obligations.*

Recueil des arrêts du Conseil fédéral : voir arrêts du 1^{er} mai 1886 (vol. XII, p. 376) ; 16 décembre 1887 (vol. XIII, p. 498) ; 20 février 1891 (vol. XVII, p. 142) ; 28 janvier 1892 (vol. XVIII, p. 180).

(2) DÉMOGUE. — *Les Bourses dans la République Argentine (Extrait du Bulletin de la Société de Législation Comparée).*

APPENDICE II

LES MARCHÉS A TERME ET LE DROIT INTERNATIONAL PRIVÉ (1).

L'étude que nous venons de faire a mis en relief les divergences entre les législations qui consacrent la validité complète des opérations à terme et celles qui les déclarent nulles. Les conflits qui surgissent à raison même de cette diversité sont très fréquents. Les capitalistes ne limitent pas le placement de leurs capitaux en valeurs nationales ; aussi les spéculateurs ne limitent pas leurs opérations dans les Bourses de leurs pays. Le développement des relations

(1) V. *Annuaire de l'Institut du Droit international*, 1909 Session de Florence, 1908 : Rapport de M. Lyon-Caen sur « les conflits de lois en matière d'opérations sur valeurs mobilières », p. 25 à 54. Discussions de MM. Lainé, Weiss, Westlake, De Bar, etc..., p. 235 à 254 Session de Paris, 1910 : *Ibid*, 1910 : Rapport de M. Pillet, p. 289 à 295. Discussion de MM. Thaller, Lyon-Caen, etc., p. 482 à 496.

DIENA. — De la validité des jeux de Bourse dans les rapports internationaux (*Journal du Droit international privé*, 1896, p. 65 et p. 284, 1899, p. 326) ; WAHL. — Les jeux de Bourse en Droit international privé (même journal, 1898, p. 234 et s.) ; PILLET. — La loi de conclusion du contrat dans les marchés à terme (*Annales de Droit commercial*, 1910, p. 433).

internationales permet aux uns et aux autres d'étendre leur champ d'activité sur plusieurs marchés du monde. Et les opérations d'arbitrage entre les divers marchés prennent de plus en plus un essor gigantesque.

Cette solidarité des intérêts, née de la facilité de relations internationales, a fait que les opérations de Bourse, de même que les lettres de change et les contrats commerciaux maritimes, relèvent désormais, en quelque sorte, du droit international privé. Dès lors, il est très intéressant en pratique de connaître à quelle loi il faut se référer pour une convention déterminée.

Un marché à terme de Bourse a été passé en Égypte, ou d'une façon plus générale dans un pays qui en reconnaît la validité complète ; il est attaqué devant un tribunal dont la loi nationale admet l'exception de jeu dans l'espèce déterminée, par exemple la Suisse. Ou bien inversement.

Dans ces deux situations, la question qui consiste à déterminer la loi applicable a été l'objet de discussions au sein de l'Institut du Droit international dans ses sessions de Florence (1908) et de Paris (1910) (1).

D'après un *premier système*, la loi applicable est celle du tribunal saisi (*Lex Fori*). Un marché à terme conclu en Égypte est nul s'il est produit devant un tribunal suisse.

Cette théorie considère l'exception de jeu comme un moyen de procédure, une *fin de non-recevoir* ; le texte qui l'édicte est une *loi de police* — ; territoriale : s'appliquant à tous ceux qui se trouvent sur le territoire.

Or, l'exception de jeu n'est pas une simple *fin de non-*

(1) V. *Annuaire de l'Institut du Droit international*, op. cit. LAINÉ : *Loc. cit.*, p. 42 et s.

recevoir —, celui qui l'oppose n'invoque pas seulement un vice de forme ; elle est un moyen de défense tenant au fond (1).

Dans un *second système* (2), la question est tranchée conformément à la loi du lieu d'où est parti l'ordre d'achat ou de vente. Même si l'ordre a été donné dans un pays qui consacre la validité entière des marchés à terme, l'exception de jeu peut faire obstacle à l'exécution, si la loi du tribunal saisi en consacre l'admissibilité (3).

Ne trouve-t-on pas excessif de voir l'opération accomplie par le simple fait de donner l'ordre d'achat ou de vente ? Les contrats de Bourse demeurent soumis aux principes généraux de droit formulés par la loi civile. Le donneur d'ordre se borne à extérioriser son intention, à émettre une offre ; il faut, pour qu'il y ait convention de jeu, que cette intention ait été accueillie par une autre personne, que cette intention ait été acceptée par un contractant.

Un troisième système (4), qui nous paraît le meilleur,

(1) V. LYON-CAEN, *loc. cit.*, p. 33, et *Traité de Droit commercial*, t. IV, n° 985 bis.

(2) PILLET. — *Annuaire de l'Institut*, 1910, p. 291, et s.

(3) D'après M. Pillet, « dès l'instant où l'ordre de Bourse a été lancé » l'opération est accomplie. Le donneur d'ordre « n'est pas plus libre de l'arrêter qu'un joueur qui aurait lancé une boule et qui attendrait de savoir sur quel numéro elle va se poser pour apprendre s'il a perdu ou gagné l'enjeu ».

La seconde règle, qui déroge à la première, s'explique par les idées de cet éminent maître sur le jeu ; il le trouve contraire « à l'ordre public, à l'ordre moral, à l'ordre économique ».

V. aussi PILLET : *Traité pratique de Droit international privé*, t. II, n° 525. Du même auteur : *La Loi de conclusion du Contrat dans les marchés à terme*. (Extrait des Annales de Droit Commercial.)

(4) LYON-CAEN. *op. cit.*

consiste à appliquer la loi du lieu du contrat (*Lex Loci Contractus*) (1).

Mais ne peut-on tourner cette règle, en allant contracter à l'étranger ? Il ne faut point agréer ce danger : d'un côté en effet, un péril analogue existe avec l'application de la *Lex Fori* ; il suffit alors de porter l'instance devant une juridiction étrangère pour donner en quelque sorte rétroactivement des effets complets à un contrat qui, logiquement, devrait être privé. D'un autre côté, il est un principe qui domine à la fois le droit interne et le droit international et qui est un obstacle à toutes les tentatives dont le seul but est de violer la loi : *Fraus omnia corrumpit*.

Ce principe a été consacré en 1910 par un vœu de l'Institut de droit international dans les termes suivants : « Dans les marchés à terme, l'exception de jeu doit être appréciée d'après la loi du contrat. » Mais aussitôt, comme par crainte de donner satisfaction intégrale aux défenseurs de la *Lex Loci Contractus* et pour ne pas mécontenter les partisans de la *Lex Fori*, l'Institut ajoute : « Toutefois, si le contrat a été conclu dans un pays dont la loi n'admet pas l'exception de jeu, cette exception peut être opposée, si elle est admise par la loi du tribunal saisi. » Cette addition est le résultat d'une transaction, qui s'inspire peut-être de nécessités pratiques, mais il est impossible de la justifier au point de vue des principes. A ce propos, M. le Professeur Lyon-Caen s'exprime ainsi (2) : « Il s'agit là d'une solution se référant, non aux règles actuellement en vigueur, mais à des règles à recommander aux États. »

(1) En ce sens Cass. Turin, 19 octobre 1910. STOLZ. Cl. 11, 673.

(2) *Traité de Droit commercial*, t. IV, n° 985 bis, note n° 2.

VU : *Le Doyen,*
H. BERTHELEMY.

VU : *Le Président de thèse,*
R. DEMOGUE.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :
Le Recteur de l'Académie de Paris.
S. CHARLÉTY.

ANNEXES

LOI DU 8 NOVEMBRE 1909

Portant modification du Code de Commerce

CHAPITRE II. — SECTION II

DES COURTIERS ET DES BOURSES DE COMMERCE

ART. 72/66.

La profession de courtier est libre.

Le courtier qui n'aura pas nommé son client au moment de l'opération sera responsable de l'exécution et considéré comme commissionnaire.

ART. 73/67.

Le courtier qui a conclu la vente d'un effet négociable est responsable de la sincérité de la signature du vendeur.

ART. 74/68.

Les courtiers seront tenus de conserver, à moins d'en être dispensés par les parties, les échantillons des marchandises vendues sur échantillon par leur entremise, en y joignant les annotations nécessaires pour en reconnaître l'identité, et ce jusqu'à la délivrance.

ART. 75/69.

Les courtiers seront tenus, immédiatement après chaque opération, de la noter sur leur carnet et de la consigner, jour par jour, dans leur livre-journal, sans blancs, ratures, inter-

lignes, surcharges ou renvois, avec l'indication exacte du nom des parties, du temps de l'opération et de la délivrance, de la quantité, de la qualité et du prix de la marchandise, ainsi que de toutes les conditions de l'opération.

Les numéros des titres seront mentionnés sur le bordereau remis au client lors de la livraison.

Lorsque ni l'opération en elle-même, ni l'emploi du courtier ne seront niés, les livres ainsi tenus pourront être produits en justice, pour servir d'éléments de preuve des conditions dans lesquelles l'opération a été faite.

ART. 76/70.

Les courtiers seront tenus de donner aux parties, en tout temps et à première réquisition, extrait de leurs livres, en ce qui concerne l'opération qu'ils ont faite pour elles.

Ils devront même, à la demande du tribunal, lui soumettre leurs livres et fournir des éclaircissements.

Le refus de communication prescrite par le présent article rendra les courtiers passibles de dommages-intérêts.

ART. 77/71.

Aucune Bourse de commerce ne peut être ouverte sans l'autorisation du gouvernement ; toute Bourse qui serait ouverte sans cette autorisation sera fermée par voie administrative.

Il y aura dans chaque Bourse une Commission chargée de la direction et un ou plusieurs Commissaires du gouvernement pour veiller à l'observation des règlements.

ART. 78/72.

Aucune opération ne sera valablement conclue en Bourse qu'en conformité d'un décret khédivial, rendu sur l'avis conforme de la Cour d'appel mixte d'Alexandrie.

ART. 79/73.

Toutes opérations à terme conclues dans une Bourse autorisée en conformité de la loi et des règlements de la Bourse et por-

tant sur des marchandises ou des valeurs admises à la cote seront licites et valables, alors même que, dans l'intention des parties contractantes, elles devraient se résoudre par le paiement d'une simple différence.

Toute opération différentielle conclue contrairement aux dispositions précédentes ne pourra donner lieu à une action judiciaire.

ART. 80/74.

Les opérations de Bourse ne seront valablement conclues que par l'entremise des courtiers inscrits sur une liste dressée par la Commission de la Bourse.

Le courtier ne pourra se constituer contre-partie de l'opération traitée par son entremise qu'en vertu d'une autorisation spéciale donnée par écrit au moment de la réception de l'ordre.

S'il est prouvé qu'un courtier s'est constitué contre-partie sans y avoir été régulièrement autorisé par le client, celui-ci aura l'option ou de faire annuler ou de faire exécuter le marché.

ART. 81/75.

Le décret prévu par l'article 78 ci-dessus portera notamment sur :

1^o La composition et les attributions de la Commission chargée de la Direction de la Bourse ;

2^o Les conditions d'inscription à la Bourse des courtiers et de leurs commis principaux ;

3^o L'admission à la cote des valeurs et des marchandises, et l'établissement de la cote officielle ;

4^o Les liquidations ;

5^o La discipline des courtiers.

DÉCRET DU 25 JUILLET 1916

*imposant un droit de timbre sur les opérations à terme
à la Bourse des Marchandises*

ARTICLE PREMIER

Toute opération à terme à la Bourse des marchandises devra être confirmée par une note-contrat émise par les soins de la Commission de la Bourse.

ART. 2.

Les contrats pour les opérations à terme en coton et graines de coton à la Bourse des marchandises, entre les courtiers et leurs clients, sont assujettis à un droit de timbre proportionnel à raison d'un millième par cantar de coton et d'un quart de millième par ardeb de graines de coton. Ce droit est perçu sur toute opération faisant l'objet d'un contrat, qu'il s'agisse d'opérations d'achat ou de vente, d'opérations de report ou d'opérations à prime.

ART. 3.

Le droit de timbre sur les opérations de Bourse sera perçu par le timbrage à l'extraordinaire des formules de contrats. La Commission de la Bourse des marchandises est chargée de la vente aux courtiers des formules de contrats timbrées.

ART. 4.

La Commission de la Bourse est chargée de veiller à l'exécution du présent décret en ce qui concerne les courtiers.

Tout courtier convaincu d'avoir contrevenu au présent décret sera déféré au Conseil de Discipline, soit à la diligence du gouvernement, soit à celle du Président de la Commission.

La première infraction sera punie d'une amende de L. E. 50, la seconde d'une amende de L. E. 200, et la troisième par la radiation. Les décisions sont sans appel.

RÈGLEMENT GÉNÉRAL

pour les Bourses des Marchandises à terme (1)

(Approuvé par Décret en date du 5 Novembre 1927 et
modifié par Décret en date du 9 Mars 1928.)

I. — MEMBRES DE LA BOURSE

ARTICLE PREMIER

Les Bourses des marchandises à terme comprennent :

1^o Des membres actifs ou courtiers ;

2^o Des membres adhérents.

Seuls les courtiers et les membres adhérents sont membres de la Bourse et peuvent être élus à la Commission de la Bourse et siéger aux Assemblées générales.

Les courtiers pourront s'adjoindre des jobbers, des remisiers et des commis principaux dans les conditions prévues par le présent règlement et le Règlement Intérieur.

II. — COMMISSION DE LA BOURSE

ART. 2.

Il y aura dans chaque Bourse des marchandises à terme une Commission composée de douze membres dont neuf courtiers et trois membres adhérents.

Cette Commission aura pour mission d'assurer le bon fonctionnement de la Bourse en veillant à l'observation des lois

(1) Comme les nouveaux Règlements pour les Bourses des Valeurs seront promulgués *prochainement* (en remplacement de ceux de 1909, actuellement en vigueur), nous n'avons mis, dans les présentes Annexes, que les Règlements des Bourses des Marchandises, parus en 1927.

et règlements y relatifs et en prenant, conformément aux lois et règlements, telles mesures que les circonstances exigeront.

A cet effet, la Commission exercera sur les membres de Bourse, sur les remisiers, les jobbers et les commis principaux attachés aux agences de courtage un pouvoir disciplinaire dans les conditions fixées par les règlements.

ART. 3.

Les membres de la Commission seront élus respectivement par les courtiers et les membres adhérents, réunis à la date et aux heures fixées par la Commission, dans la quatrième semaine de janvier de chaque année.

Les élections seront présidées par le Président de la Commission assisté de deux de ses membres, choisis à cet effet parmi les courtiers, pour l'élection des courtiers, et parmi les membres adhérents, pour celle des membres adhérents de la Commission.

L'élection se fera par liste au scrutin secret et à la majorité des voix.

Chaque bulletin devra, à peine de nullité, contenir autant de noms qu'il y aura de sièges vacants dans la catégorie à laquelle appartient le votant.

Ne pourront être élus que les candidats portés sur la liste dressée par les soins de la Commission pour chacune des deux catégories de membres ; les listes seront arrêtées le 31 décembre de chaque année et affichées à la Bourse à partir du 3 janvier.

Chaque liste ne contiendra respectivement que des courtiers et des membres adhérents.

Ne pourront être inscrits sur ces listes que les candidats présentés par deux membres de leur propre catégorie.

Le scrutin sera dépouillé par le Bureau composé comme ci-dessus, en présence du Commissaire du gouvernement ; procès-verbal en sera dressé.

ART. 4.

La Commission sera renouvelée par tiers chaque année, à raison de trois courtiers et d'un membre adhérent, indépendamment des sièges devenus vacants en cours d'exercice.

Les membres sortants sont rééligibles.

ART. 5.

La Commission élira chaque année, parmi ses membres courtiers, son Bureau composé d'un Président, d'un Vice-Président et d'un Secrétaire-Trésorier.

Les membres du Bureau sont rééligibles.

Les services de la Commission et de la Caisse sont organisés par le Bureau et placés sous son contrôle.

ART. 6.

Le Président est chargé de l'exécution des décisions de la Commission. Il présente la Commission en justice tant en demandant qu'en défendant.

Il saisit la Commission de toute question intéressant la Bourse, après avoir instruit l'affaire s'il y a lieu.

Il préside les séances de la Commission et en signe les procès-verbaux.

Il signe tous les actes et la correspondance.

En cas d'empêchement, le Président est remplacé, dans toutes ses attributions, par le Vice-Président.

ART. 7.

Le Secrétaire-Trésorier tient les procès-verbaux des séances de la Commission qu'il signe avec le Président et il a la garde des archives ; la Caisse et les services de la comptabilité de la Commission sont sous sa surveillance ; il a la garde de tous les documents concernant la Caisse ou les fonds déposés dans une banque désignée par la Commission ; il ne peut retirer des fonds ainsi déposés qu'en base de chèques signés par lui et le Président.

ART. 8.

La Commission se réunit sur convocation du Président. Celui-ci devra la convoquer toutes les fois que la demande en sera faite par le quart de ses membres ou par le Commissaire du Gouvernement.

Elle ne délibère valablement que si la moitié de ses membres sont présents.

Les décisions sont prises à la majorité des voix. En cas de partage, la voix du Président est prépondérante.

ART. 9.

A la première séance tenue après chaque élection annuelle, la Commission, pour accomplir efficacement sa mission, formera autant de Comités qu'elle estimera nécessaires, chaque Comité devant être composé d'au moins trois personnes.

Si, pour assurer le fonctionnement régulier de ces Comités, le nombre des membres de la Commission n'est pas suffisant, la Commission pourra compléter la composition des Comités en y nommant des courtiers choisis parmi ceux ayant au moins deux ans d'exercice, mais à condition que les membres de la Commission se trouvent toujours en majorité au sein de chaque Comité.

Le Président de chaque Comité devra toujours être un membre de la Commission.

Ces Comités doivent rendre compte de leurs travaux à la Commission.

ART. 10.

En cas de départ ou d'empêchement prolongé en cours d'exercice, d'un ou de plusieurs de ses membres, la Commission désignera des remplaçants choisis dans la catégorie des membres absents ou empêchés et ayant deux années au moins d'exercice. Les remplaçants cesseront leurs fonctions dès que les titulaires pourront les reprendre.

En cas de démission ou de décès, la Commission choisira les remplaçants dans les mêmes conditions que ci-dessus, mais les fonctions de ces remplaçants dureront jusqu'à la date du prochain renouvellement annuel.

Tout membre qui, sans motif plausible, n'aura pas assisté à trois séances consécutives, sera déclaré d'office démissionnaire ; avis lui en sera donné par la Commission.

ART. 11.

En cas de circonstances graves et exceptionnelles, la Commission de la Bourse pourra, d'urgence, en vue d'assurer la sauvegarde des intérêts du pays et du commerce :

1^o Fixer jour par jour, mais pendant une période n'excédant pas trois jours ouvrables, des cours minima et maxima des marchandises traitées en Bourse et imposer ces cours aux contractants ;

2^o Suspendre les séances de la Bourse pendant une durée n'excédant pas trois jours ouvrables et interdire, pendant ce temps, toutes transactions.

Ces mesures ne pourront être prises qu'à la majorité des trois quarts de la totalité des membres de la Commission.

Elles seront appliquées immédiatement sous réserve du droit de *veto* du Commissaire du Gouvernement et seront communiquées au Ministre des Finances par les soins dudit Commissaire. Elles ne pourront être prolongées au delà de trois jours ouvrables qu'en vertu d'un arrêté ministériel.

Lorsque la Commission ordonnera l'une ou l'autre des mesures exceptionnelles ci-dessus, elle fixera les conditions des filières et de la liquidation des positions à terme.

III. — ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

ART. 12.

La Commission réunira chaque année une assemblée générale des membres de la Bourse dans la seconde quinzaine de janvier et au moins huit jours après la communication du Bilan aux dits membres de la Bourse.

Elle pourra également réunir l'Assemblée générale chaque fois qu'elle l'estimera nécessaire dans l'intérêt général ou que le quart des membres le demanderont.

La convocation sera faite par voie d'affichage à la Bourse au plus tard la veille du jour fixé, sauf le cas d'extrême urgence où aucun délai ne sera nécessaire.

Les Assemblées générales seront présidées par le Président

ou le Vice-Président de la Commission ou par le membre de la Commission qui les remplacera. La Commission formera le Bureau.

Les Assemblées générales ne pourront délibérer valablement que si la moitié au moins des membres sont présents.

Si une première assemblée ne réunit pas le *quorum*, une deuxième sera convoquée dans la huitaine. Celle-ci pourra valablement délibérer quel que soit le nombre des membres présents.

Au cas où l'Assemblée est convoquée d'urgence, elle pourra délibérer valablement, quel que soit le nombre des membres présents.

Les décisions seront prises à la majorité des voix. Les votes des courtiers et ceux des membres adhérents seront dépouillés et actés séparément.

Procès-verbal sera dressé de la réunion. Ce procès-verbal devra être communiqué à la Commission où lecture en sera donnée et acte pris.

Les Assemblées générales ne peuvent émettre que des vœux sur toutes les questions concernant la Bourse, soit d'office soit sur la demande de la Commission.

L'Assemblée générale devra être consultée sur toute modification au Règlement intérieur.

IV. — COMITÉ D'ADMISSION

ART. 13.

La Commission désignera chaque année un Comité composé de trois membres courtiers et de trois suppléants.

Ce Comité, après avoir vérifié la régularité des pièces produites à l'appui des demandes d'inscription comme courtier, membre adhérent, jobber, remisier ou commis principal, fera procéder à l'affichage des noms des candidats.

Entre temps il recueillera, le cas échéant, tous autres renseignements nécessaires et, après avoir entendu l'intéressé, il communiquera son rapport à la Commission avec son avis.

Tout candidat dont la demande d'admission aurait été

rejetée par la Commission ne peut la renouveler avant une année à partir de la date de la décision.

V. — COURTIERS

ART. 14.

Toute personne désirant se faire inscrire comme courtier doit présenter sa demande par écrit, contresignée par deux courtiers déjà inscrits à la Bourse où veut exercer le candidat, qui affirmeront sa moralité et son honorabilité commerciale.

ART. 15.

Pour pouvoir être admis comme courtier, il faut :

1^o Être âgé de vingt-cinq ans révolus et être capable ;
 2^o N'avoir pas été déclaré en état de faillite en Égypte ou à l'étranger sauf réhabilitation, ni condamné en Égypte ou à l'étranger à une peine pour crime ou à l'emprisonnement pour vol, banqueroute, escroquerie ou abus de confiance ;

3^o Avoir accompli un stage effectif de deux ans au moins comme intéressé actif ou fondé de pouvoirs d'un courtier à la Bourse des marchandises, ce dont il devra être justifié par un écrit ayant date certaine ; ou avoir exercé deux ans comme jobber, ou quatre comme remisier « ou comme commis principal » (1).

Exceptionnellement, les commis principaux déjà inscrits à la date de l'entrée en vigueur du présent Règlement ne devront justifier que d'un stage de deux ans (1).

4^o Résider dans la ville où fonctionne la Bourse auprès de laquelle le courtier veut être inscrit ;

5^o Ne pas s'occuper d'affaires commerciales autres que les affaires de courtage en général ; ne pas se livrer à des spéculations pour son propre compte ; ne pas être associé ou employé salarié ou autrement rétribué d'une maison de commerce ou de banque ;

6^o Justifier d'un capital d'au moins dix mille livres égyptiennes (L. E. 10.000).

(1) D. 9 mars 1928 ;

ART. 16.

Le candidat devra déposer à l'appui de sa demande d'inscription toutes les pièces nécessaires pour justifier qu'il remplit les conditions imposées.

Son nom et ceux de ses répondants seront affichés pendant un mois au tableau à ce destiné dans l'enceinte de la Bourse.

Les membres de la Bourse pourront pendant toute cette période faire parvenir à la Commission de la Bourse ou au Comité prévu à l'article 13 toutes observations qui leur paraîtront opportunes.

La Commission s'entourera également de tous renseignements supplémentaires qu'elle jugera utiles.

Si la Commission ne se considère pas suffisamment éclairée, elle pourra ordonner un second affichage pour une nouvelle période d'un mois.

ART. 17.

La Commission statuë au scrutin secret sur l'admission ou l'exclusion du candidat.

Pour être admis, le candidat devra réunir les voix des deux tiers de la totalité des membres de la Commission. Les décisions de la Commission statuant sur les demandes d'inscription ne doivent pas être motivées.

En cas de refus d'admission et au cas seulement où les conditions de forme prévues par le présent règlement n'auraient pas été observées, le candidat pourra, dans les quinze jours à partir de la notification de la décision par lettre recommandée avec avis de réception, se pourvoir devant le tribunal mixte de commerce qui statuera définitivement en Chambre de Conseil, le Président de la Commission et le Commissaire du gouvernement entendus.

ART. 18.

Les Sociétés, à l'exception des Sociétés anonymes, ou à responsabilité limitée, pourront être admises comme agences de courtage.

Chaque associé responsable devra remplir les conditions énu-

mérées aux articles 14 et 15 sauf que la Société n'aura à justifier que d'un seul capital.

L'associé responsable ne pourra opérer qu'au nom et pour compte de la Société.

Une copie conforme du contrat social devra être communiquée à la Commission pour rester déposée au dossier de la Société inscrite.

Tout changement dans le contrat social devra être soumis à la Commission qui statuera sur la question de savoir si la Société répond toujours aux dispositions du Règlement.

ART. 19.

Les courtiers pourront avoir en Égypte des succursales ou sous-agences chargées de renseigner les clients de l'intérieur et de recevoir et transmettre leurs ordres à leur agence principale, mais seulement sous la double condition :

1^o De justifier à la Commission qu'ils possèdent, en plus du capital requis, L. E. 2.000 par succursale ou sous-agence ;

2^o De centraliser la comptabilité des succursales et sous-agences quotidiennement à l'agence principale.

Les succursales ou sous-agences seront gérées soit par un courtier associé, soit par un remisier, soit par un commis principal, inscrits à la Bourse des marchandises (1).

Ces succursales ou sous-agences feront partie intégrante de l'agence principale et seront soumises aux mêmes obligations qu'elle, notamment en ce qui concerne les vérifications ordinaires ou extraordinaires.

ART. 20.

Pour être inscrit et maintenu sur la liste, le courtier (individu ou société) devra continuer à remplir les conditions ci-dessus imposées et justifier avoir effectué les versements prévus au Règlement intérieur pour droits d'inscription, cotisations et autres et avoir versé sa participation dans le fonds de garantie.

Il est en outre tenu de conserver liquide, outre les sommes qu'il doit à des tiers à un titre quelconque, la moitié du capital requis. Cette somme sera considérée liquide si la moitié est en

(1) D. 9 mars 1928.

espèces et l'autre moitié en titres de premier ordre, cotés à la Bourse d'Alexandrie ou du Caire et aisément réalisables.

En vue de s'assurer de l'existence réelle et totale du capital requis et de sa liquidité, la Commission devra obligatoirement faire procéder à des vérifications de la situation de toutes les agences au moins deux fois par an, en dehors de toutes autres vérifications extraordinaires que la Commission, ou le Comité désigné à cet effet par la Commission, ordonnera.

La vérification, qui sera faite par le service des censeurs de la Commission, portera également sur l'état de la comptabilité qui devra, sous peine d'amende, être tenue d'une façon régulière et être à jour afin de montrer immédiatement la situation exacte du courtier. Au cas où les livres ne seraient pas à jour, la Commission sommera l'intéressé de se mettre en règle dans les 48 heures, faute de quoi le courtier récalcitrant, outre l'amende encourue, pourra être suspendu.

Les conclusions des censeurs ne lieront pas la Commission qui conservera sa liberté d'appréciation et pourra même ordonner des vérifications nouvelles.

Elle estimera souverainement si le capital existe réellement, s'il répond aux prescriptions du Règlement et décidera, par suite, si le courtier doit être maintenu, suspendu ou rayé de la liste.

Le débit des jobbers ou des remisiers attachés à une agence ainsi que celui de tout associé d'une agence ne seront pas pris en considération par l'estimation de l'existence ou non du capital.

La Commission pourra indiquer le complément en liquidités dont le courtier devra justifier pour demeurer inscrit ; un délai très court, pour ce faire, lui sera fixé pendant lequel, jusqu'à rétablissement de son capital, il lui sera interdit d'opérer en Bourse ; ses situations seront clôturées, s'il y a lieu, par les soins du Comité spécial, ou d'un ou plusieurs courtiers à ce délégués par la Commission, et ce sans courtage.

La décision de la Commission sera exécutoire, nonobstant tout recours formé par le courtier intéressé.

ART. 21.

Si la position d'un courtier paraît à la Commission dangereuse pour la place, elle pourra, par vote au scrutin secret, ordonner

une vérification extraordinaire de sa situation. Après avoir pris connaissance du rapport du censeur, elle pourra inviter le courtier à comparaître par-devant elle.

Après avoir entendu ses explications, la Commission pourra demander au courtier des garanties et, en cas de refus de s'exécuter, lui interdire de faire des affaires autres qu'en liquidation de positions existantes. Elle pourra même le suspendre jusqu'à ce que sa position soit assainie et ait cessé d'être un danger pour la place.

La décision de la Commission sera exécutoire par provision, nonobstant tout recours formé par le courtier intéressé.

ART. 22.

Les censeurs sont tenus de signaler à la Commission de la Bourse toutes infractions aux règlements qu'ils auront eu l'occasion de constater au cours des vérifications dont ils sont chargés en application des articles précédents.

La Commission pourra également, à la demande du Commissaire du Gouvernement, faire examiner à tout moment par ses censeurs les livres et écritures de tout courtier inscrit à l'effet de faire rechercher et éventuellement relever les infractions qu'il aurait pu commettre aux règlements.

Le courtier qui s'opposerait aux mesures de vérification et de contrôle, qui chercherait à dissimuler sa situation véritable ou ferait des déclarations inexactes, sera rayé par décision de la Commission, sauf à l'intéressé à se pourvoir dans les formes et conditions prévues à l'article 69.

ART. 23.

Il est interdit au courtier de se constituer contre-partie ou de spéculer pour son propre compte ou pour le compte de sa femme, de ses ascendants ou descendants.

En cas d'infraction à cette disposition, le courtier sera rayé.

VI. — MEMBRES ADHÉRENTS

ART. 24.

Toute personne désirant se faire inscrire comme membre adhérent dans une Bourse doit présenter sa demande par écrit, contresignée par deux membres de la Bourse où l'inscription est requise, qui affirmeront sa moralité et son honorabilité commerciale.

ART. 25.

Pour pouvoir être admis comme membre adhérent, il faut :

1^o N'avoir pas été déclaré en état de faillite en Égypte ou à l'étranger, sauf réhabilitation, ni condamné en Égypte ou à l'étranger à une peine quelconque pour crime ou à l'emprisonnement pour vol, banqueroute, escroquerie ou abus de confiance ;

2^o Avoir exercé le commerce de coton ou de graines de coton d'une manière suivie et régulière depuis au moins deux ans sur une moyenne annuelle minima de 10.000 cantars effectifs ou de 20.000 ardebs effectifs. Il ne sera pas tenu compte dans ce total des affaires en contrats ;

3^o Avoir un bureau dans la ville où fonctionne la Bourse ;

4^o Justifier d'un capital d'au moins trente mille livres égyptiennes (L. E. 30.000) ;

5^o Déposer à la Banque nationale ou dans toute autre banque agréée par la Commission un cautionnement de L. E. 500 en espèces ou en fonds d'État acceptés par la Commission.

ART. 26.

Une Société sera considérée comme remplissant la condition prévue au « 2 » de l'article précédent, si un au moins de ses gérants responsables ou de ses administrateurs délégués l'aura lui-même personnellement remplie.

Sera de même considérée comme remplissant personnellement cette condition toute personne qui l'aura remplie en qualité de gérant responsable ou administrateur délégué d'une Société inscrite elle-même comme membre adhérent.

ART. 27.

Les dispositions des articles 16 et 17 concernant l'examen de demandes d'admission comme courtier sont applicables à l'examen des demandes d'admission comme membre adhérent ; toutefois, la durée des périodes d'affichage est réduite à quinze jours.

ART. 28.

Pour être inscrits et maintenus sur la liste, les membres adhérents devront continuer à remplir les conditions ci-dessus imposées et justifier avoir effectué les versements prévus au Règlement intérieur pour droits d'inscription et cotisations.

Ils devront aussi justifier annuellement à la Commission, par une déclaration émanant soit d'un censeur, soit d'une Banque, l'un et l'autre agréés par la Commission, que leur capital continue à ne pas être inférieur à L. E. 30.000.

VII. — JOBBERS, REMISIERS ET COMMIS PRINCIPAUX

ART. 29.

Les jobbers sont attachés à un courtier ; ils opèrent directement à la corbeille en son nom et sous sa responsabilité, mais pour leur compte personnel seulement.

ART. 30.

Il est interdit au jobber de servir de contre-partie à l'agence auprès de laquelle il est attaché et ce sous peine de suspension, tant du jobber que du courtier, pour la première infraction, et de radiation pour la suivante.

Il est interdit au courtier, sous peine de radiation, d'ouvrir dans ses livres plus d'un compte à chacun de ses jobbers et de les employer comme commis, remisiers ou fondés de pouvoirs de son agence.

Le jobber qui aura sollicité ou exécuté un ordre en Bourse

pour compte de tiers, y compris les courtiers, sera passible de la radiation.

ART. 31.

Les jobbers doivent clôturer leur opération au plus tard le second jour ouvrable suivant celui où l'opération a été conclue.

Passé ce délai, leurs opérations doivent être liquidées par les soins du courtier auquel ils sont attachés.

Au cas où le jobber refuserait de laisser procéder à la liquidation de ses opérations à l'expiration du délai ci-dessus prévu, le courtier devra saisir immédiatement la Commission de la Bourse qui procédera d'office à la liquidation.

Le jobber qui aura refusé de laisser procéder à la liquidation de ses opérations dans les conditions ci-dessus, de même que le courtier qui n'aura pas saisi la Commission de la Bourse, seront passibles de la suspension pour la première infraction, et de la radiation pour la suivante.

ART. 32.

Pour être admis, le jobber doit :

1^o Être âgé de vingt-cinq ans révolus, et être capable ;
2^o Avoir fait un stage d'au moins deux ans comme commis principal ou comme remisier ;

3^o N'avoir pas été déclaré en état de faillite en Égypte ou à l'étranger, sauf réhabilitation, ni condamné en Égypte ou à l'étranger à une peine quelconque pour crime ou à l'emprisonnement pour vol, banqueroute, escroquerie ou abus de confiance ;

4^o Résider en Égypte depuis deux ans au moins ;

5^o Être présenté par l'agence de courtage qui veut s'attacher le candidat et qui devra fournir, au mieux de sa connaissance, tous les renseignements sur la moralité du candidat.

ART. 33.

La Commission pourra, à tout moment, faire vérifier, par tous les moyens qu'elle jugera utile, si le jobber continue à

remplir les conditions nécessaires pour demeurer inscrit, s'il se conforme aux prescriptions des lois et règlements de la Bourse et quels sont ses rapports avec l'agence à laquelle il est attaché, et leur nature. Elle statuera sur le maintien ou la radiation du jobber à la majorité absolue des voix et au scrutin secret.

La Commission pourra également décider dans les mêmes conditions la suspension ou la radiation de tout jobber dont les opérations paraîtraient disproportionnées ou dangereuses pour la place.

La décision de la Commission sera exécutoire, nonobstant tout recours formé par le jobber intéressé.

Aux effets du présent article, la Commission devra, au moins une fois par an, et pourra, à tout moment, faire procéder à l'examen des livres du courtier auquel le jobber est attaché.

ART. 34.

Les jobbers ont accès à la corbeille dans les conditions prévues par le Règlement intérieur ; mais ils sont tenus de se conformer aux décisions qui pourront être prises à leur égard, dans l'intérêt de la place, par la Commission de la Bourse statuant à la majorité des trois quarts des voix.

ART. 35.

Les remisiers sont des intermédiaires entre le client et le courtier ; ils recueillent les ordres des clients et les transmettent au courtier auprès duquel ils sont attachés.

Ils ont droit de la part du courtier à une remise qui ne peut en aucun cas excéder le 50 % du courtage dû au courtier par le client, mais ils sont responsables, vis-à-vis du courtier, au prorata de cette remise, pour toutes opérations faites par leur intermédiaire.

Les remisiers n'ont pas accès à la corbeille.

ART. 36.

Il est interdit aux remisiers d'opérer pour leur compte ou d'être contre-partie d'aucune opération de leurs clients ou d'un

autre client du courtier auquel ils sont attachés et ce, sous peine de suspension tant du remisier que du courtier, pour la première infraction, et de radiation, pour la suivante.

Il est également interdit aux remisiers de servir d'intermédiaire auprès d'un courtier autre que celui auquel ils sont attachés et ce, sous peine de suspension tant du remisier que du courtier auprès duquel le remisier aura servi d'intermédiaire, pour la première infraction, et de radiation, pour la suivante.

ART. 37.

Les commis principaux sont des employés salariés, attachés à un courtier et chargés de l'assister dans l'exécution des ordres à la corbeille.

Ils ne peuvent agir qu'au nom, pour compte et sous la responsabilité du courtier auquel ils sont attachés.

Le commis principal qui aura sollicité ou exécuté un ordre en Bourse pour compte de tiers ou d'un courtier autre que celui auquel il est attaché, sera passible de la radiation.

ART. 38.

Il est interdit aux commis principaux d'opérer pour leur compte et ce, sous peine de suspension, pour la première infraction, et de radiation, pour la suivante.

Il est également interdit de servir de contre-partie aux opérations des clients du courtier et ce, sous peine de suspension tant du commis principal que du courtier, pour la première infraction, et de radiation, pour la suivante.

Tout courtier convaincu d'avoir exécuté ou accepté l'exécution d'un ordre pour compte d'un commis principal attaché à un autre courtier, sera puni de la suspension, pour la première infraction, et de la radiation, pour la suivante.

ART. 39.

Pour pouvoir être inscrit comme remisier ou commis principal, il faut :

- 1^o Être âgé de vingt et un ans révolus, et être capable ;
- 2^o N'avoir pas été déclaré en faillite, en Égypte ou à l'étran-

ger, sauf réhabilitation, et n'avoir pas été condamné, en Égypte ou à l'étranger, à une peine quelconque pour crime ou à l'emprisonnement pour vol, banqueroute, escroquerie ou abus de confiance ;

3° Résider en Égypte depuis deux ans au moins ;

4° Être présenté par l'agence de courtage qui veut s'attacher le candidat et qui devra fournir, au mieux de sa connaissance, tous les renseignements sur la moralité du candidat ;

5° Justifier avoir été pendant deux ans au moins employé dans une agence de Bourse, un établissement de Banque ou une maison de commerce.

ART. 40.

La demande d'inscription comme jobber, remisier ou commis principal sera signée par le candidat ainsi que par le courtier auquel le candidat voudrait être attaché.

ART. 41.

Les dispositions des articles 16 et 17 concernant les demandes d'admission comme courtier sont applicables aux demandes d'admission comme jobber, comme remisier ou comme commis principal. Toutefois, la durée des périodes d'affichage est réduite à quinze jours.

ART. 42.

Pour être inscrits et maintenus sur les listes, les jobbers, remisiers et commis principaux, devront continuer à remplir les conditions ci-dessus imposées et justifier avoir effectué les versements prévus au Règlement intérieur pour droits d'inscription et cotisations.

De plus, pour demeurer inscrits, ils doivent rester attachés au courtier qui les a présentés, à moins que leur transfert à une autre agence n'ait été approuvé par la Commission de la Bourse.

Les fonctions de jobber, remisier et commis principal sont incompatibles entre elles, et la même personne ne pourra, sous quelque prétexte que ce soit et même temporairement, être autorisée à les cumuler.

ART. 43.

Le courtier est pécuniairement responsable des amendes encourues par ses jobbers, remisiers ou commis principaux.

VIII. — COTE OFFICIELLE

ART. 44.

La cote officielle sera adressée chaque jour sous la surveillance de la Commission par les soins de son Comité de la cote.

Cette cote indiquera :

1^o Les cours successifs des opérations traitées pendant la journée ;

2^o Les cours d'ouverture et de clôture ainsi que les cours moyens d'ouverture et de clôture ;

3^o Les derniers cours de la veille.

Au cas où, au moment de la clôture, il n'y aurait pas eu d'opérations sur une échéance, la cote indiquera le prix nominal basé sur les derniers écarts connus pour les autres échéances.

Les opérations de report et d'arbitrage n'y seront pas cotées ; mais les notes les constatant devront mentionner toujours en marge leur nature.

Il est interdit de traiter à la corbeille ou de coter officiellement des opérations portant sur une échéance éloignée de plus de douze mois.

ART. 45.

La cote sera arrêtée et affichée au moment de la fermeture de la Bourse.

Les réclamations pour chaque clôture ou chaque cotation devront être faites dans les dix minutes qui suivent l'affichage.

Le Règlement intérieur de chaque Bourse complètera les présentes dispositions et donnera les indications sur la base desquelles la cote devra être dressée.

IX. — LES NOTES-CONTRATS

ART. 45.

Toute opération à terme entre courtier et client, qu'il s'agisse d'achat ou de vente, d'opérations de report ou à prime, en coton ou en graines de coton, devra être confirmée par une note-contrat émise par la Commission de la Bourse et soumise au droit de timbre prévu par le décret du 25 juillet 1916, et ce indépendamment de la taxe imposée par l'article 55 au profit du fonds de garantie.

ART. 47.

Tout courtier qui aura contrevenu aux dispositions de l'article précédent sera déféré au Conseil de Discipline à la diligence du Président de la Commission ou du Commissaire du gouvernement.

La première infraction sera punie d'une amende de L. E. 50, la seconde de L. E. 200 et la troisième, de la radiation de la liste des courtiers. Les décisions du Conseil de Discipline seront sans appel. Elles seront communiquées au Commissaire du gouvernement par simple lettre du Président de la Commission.

Pour la constatation des infractions à l'article 46, le Conseil de Discipline pourra procéder à toutes les vérifications qu'il jugera nécessaires et, notamment, à l'examen des livres et des pièces comptables du courtier ou à l'audition de témoins.

ART. 48.

Les droits de timbre ainsi que les amendes prononcées contre les courtiers à raison d'infractions à l'article 46 sont perçus par la Commission de la Bourse pour compte du Trésor.

X. — LIQUIDATIONS OU COMPENSATIONS ORDINAIRES
ET EXTRAORDINAIRES

ART. 49.

La Commission fixera au mois de décembre de chaque année les dates de liquidations ou compensations ordinaires pour l'année suivante.

Les compensations seront hebdomadaires.

Les différences dues à raison de toutes les opérations à terme devront être réglées lors de chaque compensation, dans les conditions indiquées au Règlement intérieur.

Les prix sur la base desquels les différences devront être payées seront fixés, pour chaque compensation, par la Commission ou par un Comité spécial de la Commission. Sa décision, opposable tant aux membres de la Bourse qu'aux clients, sera sans appel.

Dans les cas et aux conditions prévus au Règlement intérieur, la Commission pourra ou devra décider une ou plusieurs compensations extraordinaires dans l'intervalle entre les compensations ordinaires.

Les courtiers sont autorisés à exiger toute garantie ou marge utile pour le paiement de toute différence éventuelle ; mais il ne peut être exigé de nouvelles couvertures ou marges en dehors des compensations ordinaires ou extraordinaires.

XI. — MESURES A PRENDRE POUR LES POSITIONS
AU CAS DE DÉFAILLANCE, SUSPENSION, etc.

ART. 50.

Au cas où, pour un motif quelconque, décès, démission, radiation, suspension, défaillance, ou toute autre cause, un courtier viendrait brusquement à cesser d'exercer, en laissant des positions ouvertes, la Commission devra pourvoir à leur liquidation conformément aux dispositions du Règlement intérieur.

Les décisions prises à cet égard par la Commission ne sont

susceptibles d'aucun recours et sont opposables à tous les intéressés, membres de la Bourse et clients.

XII. — CHAMBRE DE COMPENSATION (Clearing-House)

ART. 51.

Il sera créé auprès de chaque Bourse une Chambre de Compensation ou Clearing-House, où il sera procédé à la compensation des créances et dettes résultant pour les membres de la Bourse des liquidations ordinaires ou extraordinaires.

Le service de la Chambre de Compensation peut être assuré, soit par les soins de la Commission de la Bourse elle-même, soit par un établissement de crédit choisi par elle.

XIII. — FONDS DE GARANTIE

ART. 52.

Il est constitué un fonds de garantie destiné spécialement à faire face à toute défaillance des courtiers entre eux ; il est affecté exclusivement au règlement provisoire de toutes différences provenant des liquidations ordinaires ou extraordinaires que tout courtier défaillant ne serait pas à même de payer aux courtiers contre-parties, et, sous réserve de ce qui est prévu à l'article 70, il ne peut être affecté à aucun autre usage quelconque, ni aux différences entre courtiers et clients.

ART. 53.

Le fonds de garantie est alimenté :

1^o Par la participation à effectuer par tout courtier au moment où il est admis à exercer ;

2^o Par les revenus de taxes sur les opérations visées à l'article 46 ainsi que sur les opérations des jobbers.

ART. 54.

Le montant de la participation au fonds de garantie est arrêté au commencement de chaque année par la Commission de la Bourse en tenant compte de la situation du fonds de garantie à la date de la clôture de l'année précédente et du nombre de courtiers en exercice à cette date.

Le montant de la participation ainsi arrêté devra être versé par tout courtier nouvellement admis à la Bourse au cours de l'année.

Pour l'année de la promulgation du présent Règlement, le montant de la participation du fonds de garantie est fixé à L. E. 500.

ART. 55.

Les taxes à percevoir au profit du fonds de garantie sur les opérations entre courtiers et sur les opérations des jobbers sont fixées comme suit :

1^o Un droit de P. T. 10 par 250 cantars de coton et de P. T. 2 1/2 par 500 ardebs de graines de coton sera perçu au moyen d'un timbre apposé sur les notes-contrats vendues par la Commission. Ce droit est à charge du courtier et ne pourra être porté en compte à charge du client, mais les remisiers le supporteront dans leurs relations avec le courtier au prorata de la remise de courtage dont ils ont bénéficié ;

2^o Un droit de P. T. 2 par 250 cantars de coton et P. T. 1/2 pour 500 ardebs de graines de coton sera perçu sur toutes opérations de jobberage et à charge de jobber.

ART. 56.

Les taxes perçues des jobbers, ainsi que la part de celles payées par les courtiers et supportées par les remisiers, ne confèrent aux jobbers ou remisiers aucun droit sur le fonds de garantie qui est constitué au profit de la collectivité des courtiers à l'exclusion de tout autre.

ART. 57.

La Commission, par décision prise à la majorité des trois quarts de la totalité de ses membres, pourra soit augmenter les taxes prévues à l'article 55 jusqu'au double de leur taux actuel, soit les diminuer, sans toutefois pouvoir en réduire le taux de plus de la moitié sans l'approbation du Ministère des Finances.

ART. 58.

Toutes sommes prélevées du fonds de garantie pour faire face aux différences dues par un courtier défaillant doivent être remboursées à la Commission.

L'obligation de remboursement incombe au courtier défaillant ; chacun des courtiers qui aura directement bénéficié des sommes ainsi prélevées du fonds de garantie sera, vis-à-vis de la Commission, garant solidaire du courtier défaillant jusqu'à concurrence du versement qui lui a été fait.

Ce remboursement devra être fait, avec intérêts à 6 %, soit à la première réquisition de la Commission, soit dans tout autre délai fixé par elle. Les courtiers débiteurs ou garants qui n'auront pas effectué le remboursement à la réquisition ou à l'expiration du délai fixé ne pourront reprendre leurs fonctions à la Bourse, sauf pour procéder à la liquidation des opérations en cours, qu'après règlement au fonds de garantie des sommes ainsi dues.

La Commission est tenue de poursuivre contre les courtiers en défaut le recouvrement des sommes par eux dues au fonds de garantie.

ART. 59.

Au cas où le courtier viendrait à cesser d'exercer, par suite de décès, de démission ou de radiation, la Commission versera à lui-même ou à ses ayants droit une somme égale au montant de la participation arrêtée par la Commission en application de l'article 54 au début de l'année au cours de laquelle se produit le retrait, déduction faite, toutefois, du 5 % de ce montant,

qui demeurera acquis audit fonds de garantie et déduction faite, en tout cas, de toutes sommes dont le courtier restera redevable envers ledit fonds.

ART. 60.

Le fonds de garantie sera géré par un Comité spécial par délégation de la Commission de la Bourse ; les pouvoirs et les attributions de ce Comité seront précisés au Règlement intérieur.

XIV. — TRIBUNAL ARBITRAL ET CONSEIL DE DISCIPLINE

ART. 61.

Le Règlement Intérieur instituera un tribunal arbitral qui statuera, dans les conditions qui y seront établies, sur tous les différends surgis, soit entre les membres de la Bourse, soit entre un membre de la Bourse, un jobber, un remisier, un commis principal ou un client, à condition que le différend lui soit soumis de commun accord par les parties intéressées.

ART. 62.

Un Conseil de Discipline, dont la composition et les attributions seront déterminées par le Règlement Intérieur, statuera sur les infractions aux lois et règlements ainsi que sur toutes questions intéressant le bon ordre et la discipline de la Bourse, soit d'office, soit sur la plainte des intéressés, soit à la requête de la Commission ou du Commissaire du Gouvernement.

ART. 63.

Les peines disciplinaires sont :

- 1^o L'avertissement ;
- 2^o L'amende de L. E. 1 à L. E. 500 ;
- 3^o La suspension d'un jour à trois mois ;
- 4^o La radiation.

ART. 64.

Les infractions à la loi et aux règlements sont punies de l'avertissement, de l'amende, de la suspension ou de l'une et de l'autre de ces deux dernières peines.

Elles ne seront punies de la radiation qu'au cas où une disposition spéciale le stipulerait ou au cas où il y aurait récidive d'une infraction grave pour laquelle la radiation n'est pas prévue.

ART. 65.

La peine de l'amende avec un maximum de L. E. 100 sera prononcée contre tout courtier, remisier ou commis principal convaincu d'avoir favorisé la spéculation d'un employé de commerce ou de banque, ou d'un fonctionnaire du gouvernement, ou d'avoir excité à la spéculation une personne étrangère au commerce ou un employé quelconque.

Cette mesure purement disciplinaire ne pourra pas influencer sur l'appréciation éventuelle de la validité de l'opération par la justice.

ART. 66.

La peine de l'amende jusqu'à son maximum de L. E. 500, la suspension ou la radiation sera prononcée contre tout courtier, commis principal ou jobber, convaincu d'avoir fait annoter un cours faux ou une opération fictive ou d'avoir frauduleusement tenté d'influencer les cours du marché, le tout sans préjudice des poursuites pénales, le cas échéant.

ART. 67.

Tout membre de la Bourse, jobber, remisier, commis principal qui viendrait à manquer aux règles de la bienséance ou de l'honneur à l'égard de l'un de ses collègues ou de toute autre personne que ses affaires y aient appelée, sera puni d'une peine pouvant aller de l'avertissement jusqu'à la radiation suivant la gravité du cas.

ART. 68.

La peine de la suspension ou de la radiation pourra être prononcée contre tout membre de la Bourse, jobber, remisier ou commis principal, convaincu de s'être soustrait au contrôle de la Commission en dissimulant sa situation véritable, ou en cherchant à induire la Commission ou ses délégués en erreur par des productions incomplètes, des déclarations inexactes ou autrement.

Tout membre de la Bourse, jobber, remisier, ou commis principal, convaincu d'avoir résisté à l'exécution d'une décision de la Commission ou du Conseil de Discipline, sera rayé.

ART. 69.

Les courtiers, membres adhérents, jobbers, remisiers et commis inscrits, dont la suspension ou la radiation aura été prononcée par la Commission ou le Conseil de Discipline ou qui auront été condamnés à une amende excédant L. E. 100, pourront dans un délai de quinze jours à partir de la notification de la décision, par lettre recommandée avec avis de réception, se pourvoir devant le Tribunal mixte de Commerce qui statuera définitivement en Chambre de Conseil, par décision non motivée, le Président de la Commission et le Commissaire du gouvernement entendus.

Le droit d'appel n'appartiendra au Commissaire du gouvernement que dans les cas où la peine de radiation aurait pu être prononcée.

ART. 70.

Le cautionnement des membres adhérents sera affecté par privilège au paiement des peines pécuniaires.

Les peines pécuniaires encourues par les courtiers, ainsi que toutes sommes dues par eux pour des causes dépendant de leurs fonctions, pourront être prélevées sur la part qui, en cas de retrait, leur reviendrait dans le fonds de garantie.

Lorsque le cautionnement est diminué ou absorbé, le membre adhérent est tenu de le parfaire dans un délai de trois jours.

Faute par lui de ce faire, il sera suspendu de plein droit de l'exercice de ses fonctions et s'il n'a pas complété son cautionnement dans un délai de quinze jours, il sera rayé par les soins de la Commission. Il en sera de même du courtier qui n'aura pas remboursé dans lesdits délais les prélèvements opérés sur le fonds de garantie en exécution de l'alinéa précédent.

XV. — COMMISSAIRES DU GOUVERNEMENT

ART. 71.

Le Gouvernement nommera près de chaque Bourse un ou plusieurs Commissaires chargés de veiller à l'observation des lois et règlements.

Le Commissaire du Gouvernement doit être convoqué à toutes les assemblées générales, ainsi qu'à toutes les séances de la Commission de la Bourse, du Conseil de Discipline et du Tribunal Arbitral, mais il n'a pas voix délibérative. Il aura également le droit d'assister aux réunions des Comités prévus à l'article 9. En cas d'absence ou d'empêchement, il pourra, avec l'agrément du Ministère des Finances, s'y faire remplacer par un suppléant.

ART. 72.

En dehors des attributions qui lui sont reconnues par les règlements et du droit de veto absolu qui lui est reconnu par l'article 11, le Commissaire du Gouvernement a un droit de veto sur toutes les décisions de la Commission de la Bourse qu'il estimera contraires aux lois en vigueur ou aux règlements de la Bourse ; le veto aura pour effet d'arrêter la mise en exécution de la décision prise à moins que, sur recours formé par la Commission, à la requête de son Président, devant la Chambre du Conseil du Tribunal de Commerce mixte, celle-ci ne décide que la décision devra être exécutée. Le Président de la Commission citera à cet effet le Commissaire du Gouvernement et la partie intéressée, s'il y en a, dans les dix jours du veto.

Toutes mesures prises, nonobstant le veto du Commissaire, sont nulles et de nul effet.

ART. 73.

La Commission signalera aux autorités compétentes, par l'intermédiaire du Commissaire du gouvernement, toutes infractions à la loi pénale commises par des membres de la Bourse, des remisiers, jobbers ou commis principaux dont elle aurait connaissance. Pareille obligation incombe au Commissaire du Gouvernement pour les infractions dont il aurait eu personnellement connaissance.

XVI. — DISPOSITIONS GÉNÉRALES

ART. 74.

Pour chaque Bourse autorisée il sera promulgué par arrêté ministériel un Règlement intérieur qui portera notamment sur :

- La police de la Bourse ;
- Les heures d'ouverture et de fermeture ;
- La cote officielle ;
- Les jours fériés ;
- La fréquentation de la corbeille ;
- Les droits de courtage ;
- Les cotisations ;
- L'emploi des fonds provenant des diverses sources de recettes ;
- Les liquidations, les Chambres de Compensation, les défaillances, etc. ;
- L'organisation du fonds de garantie ;
- Les formules de contrat ;
- La fixation de la contribution à verser annuellement au gouvernement pour assurer le service du Commissariat.

Des modifications au Règlement Intérieur pourront être toujours proposées par la Commission de la Bourse qui les soumettra au gouvernement par l'entremise du ou des Commissaires après avoir consulté l'Assemblée Générale des courtiers et membres adhérents.

ART. 75.

Il sera dressé, par les soins de la Commission, des listes des courtiers, des membres adhérents, des jobbers, des remisiers et des commis principaux ; ces listes seront tenues à jour et affichées en permanence à la Bourse par les soins de la Commission.

Les listes des jobbers, remisiers et commis principaux indiqueront le nom du courtier auquel chacun d'eux est attaché.

Les suspensions et radiations seront immédiatement mentionnées sur ces listes en regard du nom de la personne frappée.

ART. 76.

Les délais prévus dans le présent règlement seront calculés d'après le calendrier grégorien.

XVII. — DISPOSITIONS TRANSITOIRES
CONCERNANT LA BOURSE DES MARCHANDISES D'ALEXANDRIE

ART. 77.

Les courtiers inscrits auprès de la Bourse des Marchandises d'Alexandrie à la date de la publication du présent Règlement resteront inscrits sans avoir besoin d'une admission nouvelle, à la condition toutefois de verser, dans les six mois, leur participation de L. E. 500 au fonds de garantie et de satisfaire, en ce qui concerne le capital, aux conditions suivantes :

Les courtiers qui, en vertu des dispositions précédemment en vigueur, n'avaient à justifier que d'un capital de L. E. 3.000, devront compléter ce capital progressivement par des majorations annuelles de L. E. 300 jusqu'à ce que leur capital ait atteint L. E. 6.000.

Les courtiers qui, en vertu des dispositions précédemment en vigueur, n'avaient à justifier que d'un capital de L. E. 5.000, devront compléter ce capital progressivement par des majorations annuelles de L. E. 500 jusqu'à ce que leur capital ait atteint L. E. 10.000. Toutefois, les courtiers inscrits pour la

première fois à la Bourse postérieurement au 1^{er} janvier 1927 devront parfaire leur capital jusqu'au nouveau chiffre de L. E. 10.000 dans le délai d'une année à partir de la date de la publication du présent règlement.

Afin de tenir compte des difficultés où pourraient se trouver d'anciens courtiers d'exécuter l'obligation qui leur est imposée par le présent article, lorsque l'exercice de leur profession ne leur laisse pas une marge de bénéfices suffisante, des prorogations d'une année à l'autre pourront être accordées par le Ministre des Finances, sur la proposition motivée de la Commission de la Bourse, aux courtiers inscrits avant le 1^{er} janvier 1927, pour effectuer les majorations annuelles de capital ci-dessus prévues.

ART. 78.

Les membres adhérents actuellement inscrits resteront également inscrits sans avoir besoin d'une admission nouvelle, à la condition toutefois de justifier d'un capital de L. E. 30.000 dans les trois mois à partir de la date de la publication du présent règlement ; ceux des membres adhérents actuellement inscrits qui ne pourront justifier dans ledit délai d'un capital de L. E. 30.000, pourront néanmoins demeurer inscrits à la condition de compléter leur capital par des majorations annuelles de L. E. 500, jusqu'à ce qu'il ait atteint L. E. 30.000.

Des prorogations d'une année à l'autre pourront être accordées par le Ministre des Finances, dans les conditions prévues par l'article précédent, pour effectuer lesdites majorations.

ART. 79.

Les jobbers et commis principaux actuellement inscrit, seront maintenus sur la liste les concernant, à la demande du courtier auquel ils sont attachés. La demande aux fins d'être maintenu sur la liste devra être présentée à la Commission de la Bourse dans les 30 jours qui suivront ladite date.

ART. 80.

La Commission de la Bourse actuellement en exercice continuera ses fonctions jusqu'aux élections de janvier 1928 ; elle sera alors remplacée conformément aux articles 2 et suivants.

Les demandes d'inscription comme courtiers, membres adhérents, jobbers, remisiers ou commis principaux seront adressées à la Commission actuelle jusqu'à son renouvellement.

RÈGLEMENT INTÉRIEUR

DE LA

Bourse des Marchandises d'Alexandrie

(Approuvé par arrêté ministériel du 7 décembre 1927).

FRÉQUENTATION DE LA CORBEILLE

ART. 1.

Tout ordre donné à un courtier doit, sous peine de nullité, être exécuté à la Corbeille qui est l'endroit désigné dans le local de la Bourse par la Commission pour la criée, et durant l'horaire fixé par le Règlement intérieur ou par la Commission.

Les prix offerts et demandés sont dans tous les cas annoncés à haute voix.

Les mêmes règles doivent être suivies pour l'exécution par voie d'application des ordres en sens contraire reçus par le même courtier. Le courtier doit, en outre, indiquer sur son carnet qu'il s'agit d'application entre clients, ainsi que l'heure exacte à laquelle l'opération a été faite.

Tout ordre donné à un courtier s'entend pour la durée de la séance, sauf stipulation contraire.

ART. 2.

La Commission pourra réserver dans la Corbeille une place à chaque courtier ou son remplaçant et elle assignera des places aux autres catégories de personnes admises à y entrer.

Sont seuls admis à la Corbeille les courtiers, les jobbers et les commis principaux inscrits sur les listes de la Bourse, ces

derniers (jobbers et commis) dans la proportion que la Commission de la Bourse fixera pour chaque agence.

Les employés du téléphone inscrits à la demande des courtiers sur les listes *ad hoc* établies par la Commission pourront pénétrer dans la Corbeille, mais seulement pour y transmettre à leurs patrons les ordres reçus et sans pouvoir y stationner.

Nul ne pourra pénétrer dans la Corbeille sans porter ostensiblement le signe distinctif que la Commission pourra éventuellement désigner.

ART. 3.

Chaque agence de courtage n'aura droit qu'à dix auxiliaires, dont trois jobbers, deux commis principaux et cinq remisiers.

ART. 4.

Tout courtier, jobber ou commis principal, convaincu d'avoir traité une affaire hors de la Corbeille et en dehors des heures réglementaires, sera puni pour la première infraction d'une amende de L. E. 1 à 25, pour la seconde, d'une amende de L. E. 10 à 100 et, pour les subséquentes, d'une amende de L. E. 25 à 500, de la suspension ou de la radiation.

COMITÉ DE SURVEILLANCE

ART. 5.

Toute personne qui aura, sans droit, pénétré dans la Corbeille ou qui y séjournera indûment, qui en troublera l'ordre ou la bonne tenue, sera immédiatement expulsée par les soins du ou des membres du Comité de surveillance alors présents à la Corbeille.

Le Comité de surveillance de la Corbeille sera composé de cinq courtiers choisis par la Commission pour la période d'une année.

Ce Comité est chargé de la police de la Corbeille ; il devra y maintenir le bon ordre, la bonne tenue et veiller à l'application des lois et règlements.

Il pourra, séance tenante, par décision verbale non motivée et non susceptible de recours, punir chaque infraction d'une amende qui n'excédera pas L. E. 2. Les décisions par lui rendues seront portées sur un registre *ad hoc*.

Le Comité pourra, en outre, déférer tout contrevenant, soit à la Commission, soit directement au Conseil de Discipline.

Il statuera d'urgence, soit d'office, soit à la requête de l'intéressé, quel que soit le nombre de ses membres alors présents à la Corbeille.

HORAIRE ET FIXATION DE LA COTE

ART. 6.

Le marché sera ouvert :

Dans la matinée, de 10 heures à 13 h. 05 pendant toute l'année.

Dans l'après-midi, si la Commission décidait des séances, de 17 h. 15 à 18 h. 15. Les séances de l'après-midi ne seront tenues que du 1^{er} novembre au 31 janvier.

Toutefois la Commission pourra, à raison de circonstances spéciales ou à la suite de faits inattendus, modifier l'horaire ci-dessus ou prolonger la durée des séances moyennant simple avis affiché au tableau de la Bourse.

ART. 7.

Il est absolument interdit aux membres de la Bourse des marchandises de faire des affaires, en contrat, entre eux ou avec qui que ce soit, en dehors des heures établies, ainsi que les dimanches et jours fériés.

Toutes négociations d'affaires, tous pourparlers, tous délais de réponse à une opération en cours, doivent cesser au dernier coup de cloche de la séance.

Dans les séances du matin, cinq cotations, annoncées par des coups de cloche, seront établies : les quatre premières, pour servir de base à la fixation des prix du coton vendu sans prix arrêté au moment de la signature du contrat de vente.

La première	cloche	sera	sonnée	à	11 h. 45.
La deuxième	»	»	»	à	12 h. 15.
La troisième	»	»	«	à	12 h. 45.
La quatrième	«	»	»	à	13 h. »
La cinquième	»	»	«	à	13 h. 05.

Les prix de la cote seront indiqués en tallaris et centièmes de tallari pour le coton, en piastres égyptiennes et millièmes pour la graine de coton.

Les cours des échéances traitées seront établis par le Comité qui aura à écarter tout prix qu'il ne considérera pas réel ; sa décision sera définitive.

Les cours des échéances non traitées seront notés approximativement sur la base des écarts entre les derniers prix pratiqués ; ils porteront l'indication suivante : N.

ART. 8.

Pendant la durée de la première minute suivant l'ouverture, seules les opérations sur l'échéance la plus active Sakellaridis seront autorisées.

Pendant la durée de la deuxième minute, il en sera de même pour l'échéance la plus active Achmouni.

Ce n'est qu'à partir de la troisième minute que les opérations seront libres sur toutes les échéances.

Les opérations faites pendant les deux premières minutes seront enregistrées séparément et les prix pratiqués seront considérés comme prix d'ouverture pour les échéances traitées.

La moyenne de ces différents prix, en tenant compte des quantités traitées, sera indiquée par le Comité comme étant le prix officiel de l'ouverture pour les différentes échéances traitées, et sera portée sur le tableau et sur le bulletin officiel de la Commission.

Le Comité de la cote indiquera, par un avis affiché quatre jours au moins à l'avance à la Bourse, quelles seront les échéances sur lesquelles les opérations seront successivement autorisées pendant les deux premières minutes.

ART. 9.

A la clôture, les cours seront établis aux prix acheteurs pour les échéances actives non traitées. Les cours vendeurs pourront aussi être indiqués.

Tous les cours pratiqués pendant la minute précédant la clôture de 13 heures seront considérés, pour les contre-parties, comme prix de clôture.

En outre, le Comité indiquera au tableau la moyenne de ces cours en tenant compte des quantités traitées, et ce prix moyen sera considéré comme le prix moyen officiel de la clôture.

ART. 10.

Toute infraction aux dispositions des trois articles précédents sera punie, la première fois, d'une amende de L. E. 1 à L. E. 15 ; la seconde, d'une amende de L. E. 15 à L. E. 25 et, pour les infractions subséquentes, d'une amende de L. E. 25 à L. E. 500, de la suspension ou de la radiation.

ART. 11.

Il est interdit de traiter à la Corbeille ou de coter, officiellement, des opérations portant sur une échéance éloignée de plus de douze mois.

JOURS FÉRIÉS.

ART. 12.

Les jours fériés sont les suivants :

Anniversaire de l'Indépendance de l'Égypte ;
Anniversaire de l'Avènement au Trône de S. M. le Roi ;
Anniversaire de la Naissance de S. M. le Roi ;
Baïram (le premier jour et, si c'est un jour férié, le deuxième jour ;

Courban Baïram (le premier jour et, si c'est un jour férié, le deuxième jour) ;
 Noël catholique et orthodoxe ;
 Jour de l'An musulman ;
 Jour de l'An catholique et orthodoxe ;
 Jour de l'An israélite ;
 Vendredi Saint catholique et orthodoxe ;
 Lundi de Pâques catholique ;
 Cham el Nessim ;
 Pâque (Pessah israélite) : le premier jour ;
 Lundi de Pentecôte catholique ;
 Grand Jeûne israélite ;
 Tous les dimanches et les après-midi des samedis.

La Commission peut déclarer, en outre, jours fériés, tous ceux où, à raison d'un événement public ou de circonstances exceptionnelles et imprévues, elle estimera nécessaire la fermeture du marché, ainsi que ceux pendant lesquels les marchés régulateurs de l'étranger seront fermés.

Avis de la cessation d'affaires sera donnée, en ce cas, par simple affiche apposée au tableau de la Bourse.

TARIF DES COURTAGES

ART. 13.

Le courtage est dû sur le montant de chaque opération conformément au tarif suivant :

Ferme.

0.25 pour cent, dû par le client au courtier à l'achat ;

0.25 pour cent, dû par le client au courtier à la vente.

Report — soit achat et vente simultanés (affaire liée) :

0.125 pour cent sur le prix d'achat, c'est-à-dire demi-courtage ;

0.125 pour cent sur le prix de vente, c'est-à-dire demi-courtage.

Le courtier ne percevra pas de courtage sur le transfert d'une

échéance à une autre, lorsque ce transfert sera effectué dans la même journée que la transaction originelle.

Filière.

0.25 pour cent, dû par le client au courtier à la livraison et à la réception sur le prix auquel circuleront les ordres de visite.

Doublé. — Acheteur et vendeur.

Lorsque le ferme du ou des doublés est liquidé simultanément, le courtage est de 0.125 pour cent sur le prix d'achat et de 0.125 pour cent sur le prix de vente au moment de l'opération, et de 0.25 pour cent à la confirmation.

Au cas où cette prime ne dépasserait pas 6 centièmes de tallari pour les cotons et 2 millièmes pour les graines de coton et céréales, le courtage sera réduit à 0.0625 pour cent à l'achat, à 0.0625 pour cent à la vente, et à 0.25 pour cent à la confirmation.

Si le ferme du doublé reste en position (ouvert), le courtage entier est dû, soit 0.25 pour cent, sur le prix de l'achat et 0.25 pour cent sur le prix de la vente.

Simple faculté, soit à la hausse, soit à la baisse.

Le client payeur et le client encaisseur devront payer au courtier :

0.25 pour cent au moment de l'opération ;

0.25 pour cent au moment de la confirmation.

Au cas où cette prime ne dépasserait pas 10 centièmes de tallari pour les cotons et 3 millièmes pour les graines de coton, le courtage sera de 0.125 pour cent au moment de l'opération et de 0.25 pour cent au moment de la confirmation.

Stellage.

Le client payeur, ainsi que le client encaisseur de la prime, payeront au courtier 0.25 pour cent de courtage au moment de l'opération et 0.25 pour cent de courtage au moment de la confirmation.

Au cas où cette prime ne dépasserait pas 20 centièmes de tallari pour les cotons et 7 millièmes pour les graines de coton, le courtage sera de 0.125 pour cent au moment de l'opération et de 0.25 pour cent au moment de la confirmation.

Passage.

Dans le cas de passage d'un client à un autre client, chacun d'eux devra payer 0.25 pour cent de courtage.

Dans le cas de passage volontaire d'un client à un autre courtier, ledit client devra payer 0.125 pour cent à chacun des courtiers. Mais ce droit restera à la charge exclusive du courtier et le client sera autorisé à le lui réclamer, au cas où le passage a été nécessité par suite de la radiation, suspension ou démission du courtier.

Tout passage comporte toujours la responsabilité de celui qui en donne l'ordre jusqu'à sa bonne fin.

Membres adhérents.

Les membres adhérents bénéficieront d'une réduction de 0.25 pour cent sur les courtages ci-dessus.

Jobbers.

Les jobbers paieront au courtier auquel ils sont attachés, sur toute une transaction complète (achat et vente) :

0.020 pour cent sur la moyenne, lorsque la position sera liquidée au plus tard le second jour ouvrable suivant celui où l'opération a été conclue.

ART. 14.

Les courtages ci-dessus ne pourront être réduits dans aucune hypothèse, ni sous quelque forme que ce soit, directe ou indirecte. Ils devront être portés intégralement au compte du client sans la moindre bonification.

Il est formellement interdit aux courtiers d'accorder une remise, commission, bonification ou pourcentage quelconque à quelque personne que ce soit, employé ou autre, à raison d'une ou plusieurs affaires apportées ou recherchées.

Les courtiers pourront cependant accorder aux remisiers attachés à leur agence, par l'entremise desquels les affaires ont été apportées, une commission, bonification ou pourcentage, à condition que le montant ne dépasse jamais 50 pour cent du courtage. L'octroi d'une participation au courtage implique la

responsabilité du remisier pour la solvabilité du client, au prorata de sa participation au courtage.

Les infractions aux stipulations ci-dessus pourront être recherchées par la Commission dans les livres et documents comptables de l'agence, sur décision prise à la majorité des voix, non motivée et sans recours.

ART. 15.

Un retour de courtage pourra être accordé aux membres courtiers d'autres Bourses de coton dont les règlements accorderaient, à titre de réciprocité, pareil retour aux courtiers de la Bourse d'Alexandrie.

Le pourcentage de retour devra être le même et ne pourra en aucun cas être supérieur à 50 pour cent.

ART. 16.

Tout membre de la Bourse, convaincu d'avoir contrevenu aux dispositions concernant le courtage, sera déféré au Conseil de Discipline et frappé d'une amende de L. E. 200 à 500.

En cas de récidive, il sera rayé.

RÉPONSE DES PRIMES

ART. 17.

La réponse des primes se fera chaque jour au son de cloche de la cotation de 12 h. 45. Si la réponse des primes arrive à terme un jour férié, elle aura lieu la veille.

Par contre, si, par suite d'une circonstance exceptionnelle, la fermeture du marché est ordonnée avant la clôture réglementaire, la réponse des primes sera fixée un quart d'heure après la première ouverture du marché qui suivra.

Les prix affichés au tableau seront obligatoires, à moins d'un désistement de la part du bénéficiaire de la prime, au moment même de la réponse.

Dans le cas d'une prime payée à un prix accouplé qui serait en même temps celui du receveur et du livreur, sa confirmation

doit se faire en part égale sur les deux prix sans que l'on puisse se prévaloir du prix le plus avantageux.

En cas d'absence du payeur de la prime au prix accouplé, cette prime est obligatoirement confirmée au prix accouplé.

DROITS D'ENTRÉE ET COTISATIONS

ART. 18.

Tout candidat qui voudra se faire inscrire comme membre de la Bourse devra justifier du paiement préalable des droits d'entrée fixés comme suit :

	L. E.
Courtier.....	40
Membre adhérent.....	40
Jobber.....	30
Remisier.....	20
Commis principal.....	10

ART. 19.

Les cotisations annuelles, payables au commencement de l'année, sont fixées comme suit :

	L. E.
Courtier.....	20
Jobber.....	15
Remisier.....	10
Commis principal.....	10
Membre adhérent.....	50
Employé au téléphone admis à entrer dans la Corbeille.....	2
Changement de commis princi- paux ou jobbers d'une agence à une autre.....	2.500

Les cotisations devront être payées pour l'année entière, du 1^{er} janvier au 31 décembre de chaque année, sans tenir

compte de la date de l'inscription. Toutefois les membres de la Bourse, les jobbers, les remisiers et les commis principaux dont la demande d'admission sera présentée dans le cours du second semestre de l'année ne paieront que la moitié de la cotisation annuelle leur incombant.

Au cas où la cotisation n'aurait pas été payée au plus tard jusqu'au 31 mars, le retardataire sera invité de le faire par lettre recommandée. Faute par lui d'y satisfaire dans un délai de huit jours après la remise de la lettre, son nom sera omis de la liste et il ne pourra exercer en Bourse avant d'avoir payé sa cotisation et donné des explications satisfaisantes sur les motifs qui ont provoqué le retard dans le paiement.

Les personnes nouvellement admises ne seront inscrites sur es listes et ne pourront exercer en Bourse que sur justification du paiement des droits d'entrée et de leur cotisation.

Le courtier sera solidairement responsable du paiement des cotisations de toutes les personnes attachées à son agence.

La Commission aura le droit, suivant les besoins du budget, d'augmenter ou diminuer, provisoirement, le montant des droits d'entrée et des cotisations annuelles.

TARIFS DES DROITS

ART. 20.

Les tarifs des droits à payer pour filières, impression et timbrage des notes-contrats, certificats de prix, etc., sont fixés comme suit :

Les filières à L. E. 0.040 l'une.

Impression et timbrage des notes : L. E. 2.000 pour 1.000 notes.

Certificat de prix pour chaque journée déterminée :

L. E. 0.500 pour les membres de la Bourse et L. E. 1.000 pour le public.

Certificat (informations, etc.) : L. E. 0.500 pour les membres de la Bourse et L. E. 1.000 pour le public.

Ce tarif sera affiché à la Bourse.

La Commission a le droit d'augmenter ces droits ou d'en créer d'autres suivant les besoins.

EMPLOI DES FONDS

ART. 21.

Le produit des droits d'entrée, des cotisations, des amendes et autres perceptions, servira à faire face à tous les frais de fonctionnement de la Bourse des marchandises et de son Commissariat.

Les fonds seront déposés auprès d'une Banque désignée par la Commission et ils ne pourront être utilisés que pour les dépenses ou besoins de la Bourse et sur signature du Président et visa du Secrétaire-Trésorier, ou de leurs remplaçants.

L'emploi de tout excédent disponible sera déterminé par la Commission de la Bourse, après constitution d'un fonds de réserve destiné aux dépenses imprévues.

Au 31 décembre, il sera dressé un bilan par les soins de la Commission.

Ce bilan sera soumis chaque année à la vérification des censeurs choisis par la Commission lors de l'élection de son bureau.

Leur rapport sera inséré au livre des procès-verbaux des séances de la Commission.

La Commission devra donner communication du bilan et du rapport des censeurs à l'Assemblée générale des membres de la Bourse.

TRANSFERT DES JOBBERS, REMISIERS ET COMMIS PRINCIPAUX

ART. 22.

Le jobber, le remisier et le commis principal peuvent se séparer d'un courtier pour se faire inscrire auprès d'un autre, mais ils doivent, au préalable, en aviser la Commission, en joignant à la demande d'inscription nouvelle un certificat délivré par le courtier auquel ils étaient antérieurement adjoints et leur donnant décharge définitive de tous comptes entre eux.

Au cas où le certificat serait refusé par ce courtier, la Commission, dûment saisie, convoquera les deux parties et, après avoir

entendu leurs explications, statuera, par décision motivée, soit en refusant l'inscription du jobber, remisier ou commis principal auprès du nouveau courtier, soit en passant outre, le cas échéant, au défaut de certificat, le tout sans préjudice des peines disciplinaires, s'il y a lieu, et sans préjudice de la solution définitive des rapports entre eux.

DISCIPLINE ET PÉNALITÉS

ART. 23.

La Commission déléguera chaque année, lors de la formation de son bureau, cinq de ses membres qui constitueront le Conseil de Discipline. Elle désignera leurs remplaçants éventuels.

Le Conseil de Discipline est présidé par le Président de la Commission ou son remplaçant.

La présence de trois membres et du Commissaire du Gouvernement est suffisante pour prendre des décisions valables.

Il se réunira à la requête de son Président pour statuer sur toutes les affaires qui lui seront renvoyées par la Commission ou qui lui seront déférées directement par le Président de la Commission ou par le Commissaire du gouvernement.

Il statuera sur toutes les infractions commises par les membres de la Bourse, les jobbers, remisiers ou commis principaux, aux lois et aux règlements.

Les décisions seront prises à la majorité des voix de ses membres, le Commissaire du Gouvernement n'ayant que le droit d'assister aux séances, mais sans voix délibérative.

Les décisions seront insérées dans un registre *ad hoc* signé par le Président et le Secrétaire, et acte en sera donné à la prochaine séance de la Commission.

La notification des décisions sera faite aux intéressés par simple lettre et leur exécution aura lieu par les soins du Président de la Commission.

Les délais fixés pour les recours courront à partir de la lettre notifiant la décision.

Tout membre de la Bourse, jobber ou remisier, poursuivi, devra être convoqué ; la prévention lui sera communiquée et il sera invité à fournir toutes les explications qu'il croira utiles.

En cas de non-comparution, il sera jugé par défaut.

Le Conseil de Discipline délibérera hors de sa présence.

Le Conseil de Discipline pourra s'entourer de tous les renseignements qu'il jugera utiles ; il pourra entendre tous les témoins et procéder à toutes vérifications de livres ou pièces comptables, tant du membre de la Bourse poursuivi que de ceux des membres de la Bourse où il estimera pouvoir trouver des éléments utiles à l'instruction de l'affaire.

Le membre de la Bourse, jobber, remisier ou commis principal qui se sera soustrait aux mesures d'instruction ordonnées et qui aura sciemment caché et dissimulé la vérité, sera rayé par décision du Conseil de Discipline.

L'affichage en Bourse des décisions de la Commission ou du Conseil de Discipline pourra être ordonné.

ART. 24.

Le Conseil de Discipline appliquera aux infractions prévues par le Règlement général et par le présent règlement, les peines spéciales qui y sont déterminées, et à celles qui n'y sont pas prévues, telle peine qu'il estimera équitable dans les limites des dispositions de l'article 64 du Règlement général des Bourses des marchandises à terme.

ART. 25.

Les décisions du Conseil de Discipline, qui sont susceptibles de recours, seront exécutoires par provision.

Tout membre de la Bourse, jobber, remisier ou commis principal, convaincu d'avoir résisté à l'exécution d'une décision du Conseil de Discipline, sera rayé.

TRIBUNAL ARBITRAL ET TRIBUNAL DES CONFLITS

ART. 26.

La Commission de la Bourse délèguera chaque année, lors de la formation de son bureau, cinq de ses membres, dont le Président, pour constituer le Tribunal Arbitral ; elle désignera,

en même temps, cinq suppléants pour le cas d'empêchement ou d'absence.

Ce Tribunal statuera comme arbitre, amiable compositeur dispensé des formes de la procédure et des règles du droit, hors celles posées à la loi et aux règlements de la Bourse ; et par décisions non susceptibles d'appel, sur tous les différends surgis, soit entre membres de la Bourse, jobbers, remisiers ou commis principaux, soit entre membres de la Bourse, jobbers, remisiers ou commis principaux et des tiers, à condition que le différend soit soumis au Tribunal Arbitral, d'accord des parties.

Le Tribunal sera saisi par une demande écrite adressée au Président en double exemplaire et où l'objet de la demande sera précisé.

Cette demande sera communiquée au défendeur qui déclarera par écrit s'il accepte la juridiction du Tribunal Arbitral, auquel cas acte en sera pris et le Président fixera le lieu, jour et heure où les parties devront se présenter devant le Tribunal Arbitral.

Elles seront alors invitées à fournir toutes les explications verbales ou écrites et à déposer toutes les pièces qu'elles estimeront nécessaires.

Le Tribunal pourra ordonner telles mesures d'instruction qu'il jugera utiles.

La décision sera rendue à la majorité des voix ; en cas de partage, la voix du Président sera prépondérante.

Elle sera motivée et acte en sera pris dans un registre *ad hoc*. La décision sera notifiée, verbalement ou par écrit, aux parties intéressées qui pourront demander copie de la décision et de ses motifs.

Au cas où il l'estimera utile, on considérera qu'une infraction à la loi ou au règlement aura été commise, le Tribunal Arbitral, ou le Commissaire du gouvernement, saisira la Commission ou même directement le Conseil de Discipline.

ART. 27.

Toutes contestations et difficultés qui naîtront à la Corbeille et qui nécessiteront une solution rapide, seront soumises à trois membres de la Commission présents à la séance de la Bourse et qui siégeront comme Tribunal des Conflits.

Au cas où des membres de la Commission ne seraient pas

présents en nombre suffisant, le Tribunal sera complété par des courtiers ayant cinq ans au moins d'exercice, mais il devra toujours être présidé par un des membres de la Commission de la Bourse.

Le Tribunal, après avoir entendu les parties, rendra sa décision oralement, séance tenante, en présence des parties, sans aucune forme de procédure et sans recours.

Mention sera faite de la décision le jour même sur un registre *ad hoc*.

Toute affaire litigieuse se référant à une position ouverte doit être liquidée dans le courant de la séance même à laquelle elle a été rapportée sous le contrôle d'un membre du Comité de la cote qui doit signer la mention y relative sur le carnet de la partie ayant procédé à la liquidation.

ART. 28.

En cas de refus d'obtempérer aux décisions du Tribunal Arbitral ou au Tribunal des Conflits, le membre de la Bourse, jobber, remisier ou commis principal récalcitrant sera dénoncé à la Commission qui pourra déférer le contrevenant au Conseil de Discipline, soit immédiatement, soit après une mise en demeure non suivie d'exécution, dans un délai qu'elle déterminera, et ce sans préjudice de l'exécution de la décision elle-même.

DÉFAILLANCE

ART. 29.

Au cas où un courtier serait défaillant, il devra en aviser immédiatement le Président de la Commission par lettre à laquelle il joindra le détail de sa position.

Le Président, ou son remplaçant, se réunira d'urgence avec deux au moins des membres de la Commission.

La séance de la Bourse sera suspendue, s'il est nécessaire, pour les opérations ordinaires ; l'horaire habituel pourra être modifié et, le cas échéant, prolongé.

La Commission commencera par balancer la position en couvrant en Bourse, aux enchères, l'excédent vendeur ou ache-

teur. Ceci fait, elle compensera les contre-parties par des passages tirés au sort. Le prix sera le même pour tous et établi sur la base de la moyenne des prix obtenus aux enchères.

Les différences éventuelles entre les prix pratiqués pour la couverture des positions et le prix moyen seront réglées directement entre courtiers et Commission.

Toutes les positions en prime seront considérées comme venues à terme, et un Comité sera délégué par la Commission pour établir le dédommagement à payer ou à recevoir par le courtier défaillant du chef de la compensation des primes avant terme.

Les décisions prises ne seront pas susceptibles de recours ; elles seront opposables à tous, membres de la Bourse, jobbers, clients ou tiers intéressés.

ART. 30.

La Commission affichera à l'intérieur de la Bourse :

1^o Le nom du courtier défaillant ;

2^o Le solde débiteur envers les courtiers dans les liquidations restées en souffrance ;

3^o Les sommes prélevées sur le Fonds de Garantie.

Pour établir le solde débiteur indiqué sous le N^o 2, la Commission procédera au recouvrement des sommes dues par les courtiers au courtier défaillant pour les liquidations en suspens, les courtiers débiteurs étant tenus de se libérer entre les mains de la Commission.

Les sommes ainsi recueillies seront complétées par les prélèvements sur le Fonds de Garantie afin de permettre le paiement des liquidations en suspens.

Au cas où ce Fonds serait insuffisant pour parfaire le déficit du défaillant, les courtiers contre-parties du défaillant seront tenus de verser, sur invitation de la Commission, chacun au prorata de sa créance, au Clearing-House, le reliquat qui leur incombe.

Le courtier dont les liquidations auraient été ainsi payées, sera rayé par décision de la Commission de la Bourse.

Il ne pourra être réinscrit que par une nouvelle décision de la Commission, après remboursement de tout ce qu'il devra au Fonds de Garantie, ainsi que paiement intégral de toutes

autres sommes par lui dues à tous autres créanciers du chef d'opérations de Bourse.

ART. 31.

Hors le cas d'un accord amiable qui permet au courtier de faire face à ses engagements, la Commission signalera la défaillance aux autorités compétentes par l'entremise du Commissaire du gouvernement.

ART. 32.

Tout courtier qui aurait accepté un compromis avec une autre agence pour le règlement d'une liquidation est tenu d'en aviser immédiatement la Commission de la Bourse, faute de quoi, il sera passible d'amende, de suspension ou même de radiation suivant décision de la Commission.

ART. 33.

Au cas où le courtier défaillant n'aviserait pas lui-même la Commission, celle-ci pourra procéder d'office ou à la requête de tout intéressé.

Elle procédera, par décision prise à la majorité des membres présents, à l'examen des livres et écritures du courtier défaillant en vue d'établir sa situation.

Dans ce cas, le courtier devra être rayé et ne pourra jamais être admis à nouveau.

RADIATION, DÉMISSION

ART. 34.

Au cas où, par suite de démission ou de radiation, le courtier cesserait de pouvoir lui-même procéder à la liquidation des opérations ouvertes pour compte de sa clientèle, il sera procédé comme suit :

Le courtier sera tenu de remettre à la Commission le détail de sa position avec le nom de ses clients et ses contre-parties.

Le Président, ou son remplaçant, convoquera d'urgence deux membres de la Commission pour former, sous sa présidence, un Comité qui procédera à la liquidation de cette position.

Les clients seront avisés d'avoir, dans un délai imparti par la Commission, à transférer leurs positions chez d'autres courtiers de leur choix et, faute de ce faire, l'opération sera liquidée en Bourse par les soins de ce Comité.

Les positions entre courtiers seront compensées par des passages tirés au sort et sous la responsabilité du courtier rayé ou démissionnaire.

Au cas où le courtier rayé ou démissionnaire refuserait de donner à la Commission les éléments nécessaires pour établir sa véritable position, le Comité agira comme il est dit à l'article suivant.

Le courtier rayé ou démissionnaire sera responsable vis-à-vis de ses clients et de ses contre-parties des pertes qu'ils auront éventuellement subies de ce chef.

DÉCÈS.

ART. 35.

Un Comité, composé comme il est dit à l'article précédent, se réunira également au cas où, par suite de décès, une agence cesserait de fonctionner.

Il prendra possession des livres de l'agence et établira la position du courtier décédé.

En outre, par des avis affichés à la Bourse, il invitera tous les intéressés à lui fournir tous renseignements utiles.

La position une fois établie, les clients dont les noms sont connus seront avisés par dépêche d'avoir, dans un délai de 24 heures, à transférer leur position chez un autre courtier de leur choix ou à liquider leur position ; faute par eux de ce faire, le Comité procédera à la liquidation de ces positions dans les conditions prévues à l'article 31.

Pour la partie des positions dont le Comité n'a pu être renseigné il établira des positions et affichera en Bourse un prix de compensation, pour toutes les échéances cotées, auquel toutes les positions non connues seront considérées comme extournées.

Ce prix sera opposable à tous intéressés sans aucune exception.

SUSPENSION.

ART. 36.

En cas de suspension d'un courtier, la Commission pourra décider s'il y a lieu de faire procéder, conformément aux dispositions de l'article 34, par un Comité *ad hoc*, au contrôle de la situation du courtier suspendu et à la liquidation éventuelle de ses positions.

DISPOSITIONS GÉNÉRALES.

ART. 37.

Dans tous les cas prévus aux articles 29 à 36, la Commission de la Bourse pourra s'adresser au Tribunal mixte de première instance d'Alexandrie pour obtenir, par voie d'ordonnance, la saisie et la mise sous séquestre des livres et écritures de l'agence de tout courtier défaillant, suspendu, décédé, rayé ou démissionnaire.

COMPENSATION.

ART. 38.

Chaque vendredi, un quart d'heure avant la clôture de la séance du matin, le Comité, à ce délégué, fixera le prix de compensation ordinaire pour chaque échéance cotée : sur ce prix, on précédera au règlement et au paiement des différences.

Ces prix seront applicables à toutes les opérations faites jusqu'à la clôture de la séance du matin.

Si le vendredi se trouve être un jour férié, la fixation des prix de compensation sera faite le jeudi.

Les différences dues à chaque liquidation hebdomadaire devront être payées au plus tard le mardi suivant.

ART. 39.

Au cas d'un changement de prix s'élevant à 100 points (un tallari) par cantar pour le coton ou de P. T. 5 par ardeb pour les graines de coton, le Comité devra fixer les prix d'une liquidation extraordinaire, quel que soit le jour où cette différence est survenue.

Les prix de compensation extraordinaire seront fixés une heure après l'ouverture de la séance du matin et comprendront les affaires conclues jusqu'à la veille.

Des liquidations extraordinaires pourront également être décidées par le Comité de la Cote toutes les fois qu'il l'estimera nécessaire en raison des fluctuations, alors même que les écarts du moment seraient inférieurs aux chiffres ci-dessus.

Le Comité est autorisé à ne pas ordonner une liquidation extraordinaire un samedi ou la veille d'une liquidation ordinaire.

ART. 40.

Au cas où, avant le paiement d'une liquidation quelconque, le Comité de la Cote viendrait à décider une nouvelle liquidation et que cette dernière serait en sens inverse de celle non encore payée, le Comité pourra réunir ces deux liquidations de manière que leur règlement ait lieu au jour fixé pour le paiement de la seconde liquidation.

Si, avant le paiement de deux liquidations amalgamées, des fluctuations font arriver les prix dans le sens de la première liquidation, la Commission de la Bourse, à la majorité de deux tiers de ses membres présents, pourra afficher une nouvelle liquidation et l'amalgamer avec les deux autres.

ART. 41.

Les différences dues à chaque liquidation extraordinaire devront être payées, au plus tard, le deuxième jour ouvrable après la date à laquelle la liquidation aura été fixée.

Elles deviendront exigibles à partir du jour même fixé pour le paiement.

Le fait, pour un courtier, de ne pas avoir réclamé les diffé-

rences pour les opérations ouvertes et de les avoir passées en compte courant n'implique pas de sa part un consentement à faire crédit à son client, sauf convention contraire par écrit.

ART. 42.

Si une marge de garantie en espèces, valeurs ou autrement, a été consentie par le client, l'existence de cette marge ne peut pas justifier le non-paiement des différences dues lors de chaque liquidation hedomadaire ou extraordinaire qui deviendront exigibles à la date fixée pour le paiement, cette marge devant rester libre et intacte en faveur de qui elle aura été consentie jusqu'à la liquidation définitive de toute opération du client qui aura effectué le dépôt en garantie.

ART. 43.

Au cas où le client ne réglerait pas les différences provenant de toute liquidation ordinaire ou extraordinaire, le courtier aura le droit, à tout moment, de faire liquider sa position par les soins de la Commission.

La partie intéressée sera avisée par lettre ou dépêche, sans besoin d'aucune mise en demeure ni sommation préalable.

Le client restera responsable des différences de prix qui pourraient en résulter.

Les demandes d'exécution adressées à la Commission devront mentionner, outre le nom du client, l'heure à laquelle auront lieu, aux enchères, les liquidations demandées.

Celles-ci seront faites aux risques et périls du courtier.

Avis des résultats de la liquidation sera donné par le courtier à la partie intéressée par lettre recommandée.

ART. 44.

Les prix des compensations ordinaires et extraordinaires seront enregistrés dans un livre *ad hoc*.

Copie des prix de compensation enregistrés pourra être obtenue par tout intéressé, sur demande écrite.

DES CENSEURS ET DE LEURS ATTRIBUTIONS.

ART. 45.

Sont admis à exercer la profession de censeur auprès de la Bourse des marchandises d'Alexandrie : 1^o les experts comptables agréés et inscrits sur les listes des tribunaux indigènes et des tribunaux mixtes d'Alexandrie ; 2^o les experts comptables agréés et inscrits sur les listes des Tribunaux consulaires ; 3^o les comptables assermentés ou *chartered accountants*.

Tout candidat devra adresser par écrit, au Président de la Commission de la Bourse, sa demande accompagnée d'un certificat établissant son inscription auprès d'un tribunal indigène, mixte ou consulaire, et le nombre des années d'exercice de sa profession, ainsi que d'un certificat de l'autorité compétente attestant sa moralité.

La Commission est libre dans le choix des candidats et dans la confection de la liste officielle des censeurs de la Bourse.

En cours d'année il ne sera procédé à la révision de cette liste que si des vacances se produisaient, rendant nécessaire de compléter le nombre des censeurs.

ART. 46.

Dans des cas exceptionnels et en cas d'urgence, la Commission est autorisée à faire appel à tout expert comptable non inscrit sur la liste officielle des censeurs de la Bourse, en vue de la charger de l'accomplissement d'une mission habituellement confiée aux censeurs de la Bourse.

ART. 47.

Les censeurs doivent procéder, toutes les fois où ils en sont requis, à l'examen de la comptabilité des courtiers, en vue d'accomplir la mission dont ils seront investis par la Commission.

Cet examen comprendra la vérification de la caisse et des autres registres de comptabilité, l'examen des positions des

clients en compte courant et l'examen de la situation financière du courtier.

Les censeurs doivent avoir une connaissance parfaite des lois et règlements de la Bourse et ils sont tenus de signaler à la Commission toutes infractions auxdits lois et règlements qu'ils constateraient au cours de leurs vérifications.

Le courtier devra mettre à la disposition du censeur sa comptabilité et tous éléments et documents qui permettront à ce dernier de remplir entièrement sa mission.

ART. 48.

Le censeur est tenu de remettre son rapport complet par écrit à la Commission dans la huitaine, à moins qu'un délai plus court ne lui ait été imparti.

Il est tenu au secret le plus absolu sous peine de radiation et de tous dommages-intérêts.

ART. 49.

Il est formellement défendu aux censeurs, et ce, sous peine de radiation, de faire partie directement ou indirectement (même en qualité de bailleur de fonds) d'une agence de Bourse ; d'être directeur d'une agence, jobber, remisier ou commis principal ; d'opérer en Bourse pour leur compte ou pour compte d'autrui.

ART. 50.

Chaque censeur reçoit des honoraires pour les vérifications dont il est chargé.

Ces honoraires sont fixés par la Commission.

ART. 51.

Le Comité spécial chargé d'examiner les rapports des censeurs, et dénommé Comité de vérification, est composé du Président et de trois membres de la Commission désignés par elle au commencement de chaque année.

Le Comité est chargé de recueillir et d'examiner les rapports

et de présenter ses observations à la Commission plénière dans le plus bref délai possible.

Il agit par délégation et sous la responsabilité de cette dernière.

ORGANISATION DU FONDS DE GARANTIE.

ART. 52.

Le fonds de garantie créé par le Règlement général sera administré par la Commission qui désignera la Banque auprès de laquelle l'actif restera déposé, ainsi que les Fonds d'État égyptiens en lesquels les disponibilités pourront être placées.

ART. 53.

Il sera tenu par la Commission une comptabilité spéciale relative à ce fonds.

Un bilan annuel sera dressé par les soins de la Commission ; il sera communiqué à chacun des courtiers avant l'Assemblée générale.

ART. 54.

Les recours à exercer contre les courtiers, pour recouvrer les montants qui leur sont avancés, seront exercés au nom de la Commission.

ART. 55.

Les frais de gestion du fonds de garantie seront prélevés sur les revenus du fonds ou, à défaut, sur le fonds lui-même.

RÈGLEMENT DES FILIÈRES POUR LE COTON.

ART. 56.

La Commission de la Bourse fixera, dans le courant du mois de décembre de chaque année, les jours d'émission des ordres de visite, les jours de filières, les jours de cessation de transaction et de paiement pour chaque filière, ainsi que le dernier jour de réception.

Ces fixations seront faites à raison de trois émissions pour chaque mois, aux jours choisis entre le 1^{er} et le 25 du mois. En dehors des dates fixées, aucun ordre ne pourra être émis, sous peine des sanctions prévues à l'article 64 du Règlement général des Bourses de marchandises à terme. Tous les ordres de visite devront passer par la filière.

ART. 57.

Le client vendeur devra, aux dates fixées, remettre à son courtier des ordres de visite pour toute la quantité vendue. Cette quantité sera fractionnée à raison de 250 cantars pour chaque ordre.

Le client aura la faculté d'émettre ses ordres de visite, soit pour la totalité de sa vente à l'un quelconque des trois jours fixés pour l'émission, soit en la fractionnant en deux ou trois émissions.

Si le coton, objet de la filière, a été donné en gage, l'émission de l'ordre de visite devra contenir l'acceptation par écrit du créancier gagiste de délivrer la marchandise au porteur de l'ordre contre paiement du prix entre les mains du vendeur.

ART. 58.

Les ordres de visite, dont les formules sont annexées au présent règlement, indiqueront le numéro de série de l'émission (1^{er}, 2^e ou 3^e) et porteront les marques et numéros permettant d'identifier les balles ainsi que l'indication de la variété de coton mise à disposition, en vue des différences à payer ou à recevoir.

Ils mentionneront également la ou les chounahs où le coton à livrer se trouve entreposé. Ces chounahs doivent être situées à Alexandrie, dans le quartier des affaires.

ART. 59.

Nul ne pourra émettre des ordres de visite ou de livraison s'il n'est pas à la fois membre adhérent de la Bourse des marchandises d'Alexandrie et membre de l'« Alexandria General Produce Association. »

Indépendamment des membres adhérents qui sont membres de l'« Alexandria General Produce Association », tout client acheteur peut recevoir des ordres de visite ou de livraison à condition d'avoir justifié à son courtier, trois jours au moins avant la première émission des filières, soit du dépôt dans une banque agréée par la Commission du montant intégral de la marchandise achetée par contrat, majoré de 20 pour cent pour garantir les primes pour différence de qualité, soit d'une garantie d'une telle banque pour ce montant majoré de 20 pour cent.

ART. 60.

Le lendemain des jours fixés pour l'émission des ordres, les courtiers devront se réunir une demi-heure au moins avant l'ouverture de la Bourse dans le local désigné par la Commission. Celui qui aura reçu un ordre de visite émettra, pour chaque 250 cantars de coton, une filière, à savoir la formule par laquelle le courtier vendeur informe son acheteur qu'il tient à sa disposition un ordre de visite pour 250 cantars de coton en exécution complète ou partielle de sa vente.

Ces filières circuleront par endos sur la formule du premier acheteur au second, de celui-ci au troisième et ainsi de suite ; chacun devant endosser sa filière, séance tenante, jusqu'à ce qu'elle arrive aux mains du dernier acheteur. Celui-ci mentionnera sur la filière qu'il est receveur et la remettra au préposé de la Commission. Le courtier émetteur de la filière en prendra note et lui enverra, au plus tard le lendemain, l'ordre de visite.

L'émission dont il s'agit devra être terminée dans la journée même ; sinon elle ne sera pas acceptée.

Au cas où un client non-commerçant, ou même commerçant établi à l'intérieur, viendrait à être déclaré receveur d'une filière, il devra, dans les 48 heures de l'avis que lui donnera son courtier, désigner le nom de la maison établie à Alexandrie chargée de réceptionner pour son compte, et remettre l'acceptation de cette maison de recevoir ; faute de quoi le courtier sera autorisé de plein droit à liquider la position filière aux risques et périls du client, en l'avisant de la liquidation par dépêche ou par lettre recommandée.

ART. 61.

Si un courtier arrête la filière par son absence de la séance, il sera considéré comme dernier acheteur ; il en sera de même si, sans se déclarer receveur, il ne donne pas d'endos.

ART. 62.

Les filières mises en circulation devront porter l'indication de la série d'émission à laquelle elles se réfèrent, ainsi qu'un numéro progressif qui sera apposé sur la filière, à la demande du courtier, par le préposé de la Commission qui en prendra note.

ART. 63.

Les ordres de visite sont négociables en Bourse jusqu'au septième jour après le jour de l'émission.

Ils pourront être échangés, mais chaque émission devra être traitée séparément, de sorte qu'un ordre de visite d'une émission ne puisse être échangé que contre un ordre appartenant à la même émission et portant sur la même variété.

ART. 64.

Les courtiers se réuniront de nouveau le huitième jour après l'émission des ordres de visite dans le local fixé. Ils prendront note des échanges qui auront été opérés à la suite des négociations éventuelles, pour mettre en rapport le licnet émetteur avec le client receveur définitif.

Le détenteur d'un ordre de visite est tenu de le renvoyer au

courtier par lequel il a acheté. Au cas où, par suite d'une transaction, il lui serait offert en échange de cet ordre un autre ordre de visite portant une autre signature, il sera tenu de l'accepter à la seule condition qu'il soit émis conformément à l'article 58, qu'il appartienne à la même émission et variété que l'ordre échangé et qu'il soit endossé avec responsabilité par l'émetteur de l'ordre de visite retiré.

ART. 65.

Les liquidations ordinaires ou extraordinaires suivront leur cours habituel jusqu'au deuxième jour avant celui fixé pour l'émission de l'ordre de livraison et les différences seront réglées directement entre les émetteurs de l'ordre de visite et de la filière, tous les endosseurs et le dernier détenteur de la filière ou de l'ordre de visite.

Le Comité, en établissant les cours auxquels les susdites liquidations auront lieu, fixera également le prix de la filière.

ART. 66.

Le douzième jour après l'émission de l'ordre de visite, le client émetteur enverra l'ordre de livraison directement au dernier client receveur contre paiement de la facture établie sur la base du prix fixé à la dernière liquidation pour le C. G. F. Achmouni ou pour le F. G. F. Sakellaridis majoré ou diminué de la différence établie par l'« Alexandria General Produce Association » entre le F. G. F. et la variété de coton mise à disposition.

ART. 67.

L'ordre de livraison devra porter le même numéro que l'ordre de visite et mentionner également le numéro progressif de la filière émise contre cet ordre.

L'ordre de livraison reproduira les indications portées sur l'ordre de visite en conformité avec l'article 58.

ART. 68.

En cas de non-exécution d'un contrat, soit par la non-émission de l'ordre de visite ou de l'ordre de livraison de la marchandise en temps dû, soit par le non-paiement de l'ordre de livraison, soit pour toute autre cause, l'opération sera extournée sur le marché par les soins de la Commission de la Bourse sur la demande du courtier intéressé et à ses risques et périls ; la partie en défaut sera responsable de la différence entre le prix de l'ordre de livraison et son prix d'extourne, base F. G. F. Achmouni ou base F. G. F. Sakellaridis, sans tenir compte de la quantité de coton inscrite sur l'ordre de livraison. En aucun cas le courtier ne sera tenu de payer le montant de la valeur totale du coton. Faute d'avis par écrit et préalable, donné par l'intéressé à la Commission de la Bourse dans les 24 heures après le jour fixé pour le paiement de l'ordre de livraison, la responsabilité du courtier pour le paiement de ces différences cessera. Chaque signataire de la filière sera responsable, en cas de non-paiement, envers son propre endosseur, dans l'ordre inverse de l'endossement et, en cas de non-livraison, envers son endossataire dans l'ordre des endossements.

ART. 69.

L'émetteur d'un ordre de visite a le droit de donner en échange, au détenteur qui demande échantillonnage, un ordre de visite d'une autre signature de la même émission et de la même variété en l'endossant avec sa responsabilité.

ART. 70.

S'il se fait dans la Corbeille des opérations sur des ordres de visite, les cours pratiqués devront être affichés au tableau de la cote.

ART. 71.

L'acheteur qui visitera le coton laissera l'ordre de visite entre les mains du vendeur contre un reçu suivant formule (B).

Il pourra réclamer l'ordre de livraison avant le jour fixé en payant le montant de la facture. Si un ordre de livraison vient à être payé avant son échéance, le dernier titulaire de la filière correspondante devra notifier immédiatement, par écrit à la Commission, que la filière a été réglée ; la Commission notifiera le règlement de la filière par affichage en Bourse.

Dans le cas où la notification n'aurait pas été faite, la filière devra obligatoirement être comprise dans les liquidations.

ART. 72.

Le receveur est tenu de prendre livraison du coton au plus tard 10 jours après le jour fixé pour le paiement, faute de quoi il sera tenu de payer les indemnités, droits d'ardieh, assurances, etc., prévus dans la note-contrat.

Il est bien entendu que tout receveur ne pourra retirer la marchandise qu'après paiement du prix et de toute prime pour différence de qualité.

Le livreur aura en outre le droit de se pourvoir devant le Juge des Référés pour faire procéder d'urgence à l'enlèvement des cotons vendus et non retirés dans le délai fixé ci-dessus.

ART. 73.

Au cas où il serait établi que l'émetteur de la filière ne posséderait pas effectivement la quantité de coton à livrer, ou que la marchandise se trouvant gagée aurait été vendue sans le consentement du créancier gagiste, l'acheteur aura la faculté de faire extourner l'opération par les soins de la Commission et la différence entre le prix de l'ordre de livraison et celui de l'extourne sera supportée par la partie en faute.

L'émetteur convaincu d'avoir sciemment commis une pareille contravention sera rayé de la liste des membres adhérents.

ART. 74.

Les filières seront conservées aux archives de la Commission, en vue de la constatation des responsabilités.

Les formules de filières ne pourront être vendues que par la Commission et devront porter son timbre.

RÈGLEMENT DES FILIÈRES POUR LA GRAINE DE COTON

ART. 75.

La Commission de la Bourse fixera, dans le courant du mois de décembre de chaque année, les jours d'émission des ordres de visite, les jours de filières, les jours de cessation de transaction et de paiement de chaque filière ainsi que le dernier jour de réception.

Le dernier jour de la réception ne pourra être postérieur au 10 du mois suivant.

Ces fixations seront faites à raison de trois émissions pour chaque mois, aux jours choisis entre le 1^{er} et le 23 du mois. En dehors des dates fixées, aucun ordre ne pourra être émis sous peine des sanctions prévues à l'article 64 du Règlement général des Bourses des marchandises à terme. Tous les ordres de visite devront passer par la filière.

ART. 76.

Le client devra, aux dates ainsi fixées, remettre à son courtier des ordres de visite pour toute la quantité vendue. Cette quantité sera fractionnée à raison de 500 ardebs pour chaque ordre.

Le client aura la faculté d'émettre ses ordres de visite, soit pour la totalité de sa vente à l'un quelconque de trois jours fixés pour l'émission, soit en la fractionnant en deux ou trois émissions.

Lorsque la graine de coton, objet de la filière, sera donnée en gage, l'émission de l'ordre de visite et l'ordre de livraison devront contenir l'acceptation par écrit du créancier gagiste de délivrer la marchandise au porteur de l'ordre contre paiement du prix entre les mains du vendeur.

ART. 77.

Les ordres de visite, dont les formules sont annexées au présent règlement, indiqueront le numéro de série de l'émission (1^{er}, 2^e, 3^e).

Ils mentionneront également la chounah ou les chounahs où la graine de coton à livrer se trouve entreposée. Ces chounahs doivent être situées à Alexandrie, dans le quartier des affaires.

ART. 78.

Nul ne pourra émettre des ordres de visite ou de livraison s'il n'est à la fois membre adhérent de la Bourse des marchandises d'Alexandrie et membre de l'« Alexandria General Produce Association ».

Toute objection à un ordre de visite, de quelque nature qu'elle soit, devra être formulée dans les 48 heures de sa reprise sous peine de forclusion.

ART. 79.

Le lendemain des jours fériés, pour l'émission des ordres, les courtiers devront se réunir une demi-heure au moins avant l'ouverture de la Bourse dans le local désigné par la Commission. Celui qui aura reçu un ordre de visite émettra pour chaque 500 ardebs de graines de coton une filière, à savoir la formule par laquelle le courtier vendeur informe son acheteur qu'il tient à sa disposition un ordre de visite pour 500 ardebs de graines de coton en exécution complète ou partielle de sa vente.

Ces filières circuleront par endos sur la formule du premier acheteur au second, de celui-ci au troisième et ainsi de suite, chacun devant endosser sa filière, séance tenante, jusqu'à ce qu'elle arrive aux mains du dernier acheteur. Celui-ci mentionnera sur la filière qu'il est receveur et la remettra au préposé de la Commission. Le courtier émetteur de la filière en prendra note et lui enverra, au plus tard le lendemain, l'ordre de visite.

L'émission dont il s'agit devra être terminée un quart d'heure avant l'ouverture de la Bourse ; à défaut, elle ne sera pas acceptée.

Au cas où un client, non-commerçant ou même commerçant établi à l'intérieur, viendrait à être déclaré receveur d'une filière, il devra, dans les 48 heures de l'avis que lui donnera son courtier, désigner le nom de la maison établie à Alexandrie, chargée de réceptionner pour son compte et remettre l'accepta-

tion de cette maison de recevoir ; faute de quoi le courtier sera autorisé de plein droit à liquider la position filière aux risques et périls du client, en l'avisant de la liquidation par dépêche ou par lettre recommandée.

ART. 80.

Au cas où l'acheteur ne trouverait pas la signature de l'ordre de visite de sa satisfaction, il devra en aviser son courtier dans un délai échéant le lendemain de la réception des ordres.

Le courtier pourra, alors, soit présenter d'autres ordres de visite de satisfaction en remplacement, soit faire mettre à disposition de son client la graine nécessaire, contre paiement au fur et à mesure de la réception, sur les lieux même de la livraison. Cette réception, dans ce dernier cas, devra se faire immédiatement et à raison de 4.000 ardebs au moins par jour.

Faute par le courtier de faire l'une ou l'autre chose dans un délai de 24 heures, la partie intéressée pourra faire liquider la situation par les soins de la Commission, et le courtier sera responsable de toute différence éventuelle.

ART. 81.

Si un courtier arrête la filière par son absence de la séance, il sera considéré comme dernier acheteur ; il en sera de même si, sans se déclarer receveur, il ne donne pas d'endos.

ART. 82.

Les filières mises en circulation devront porter l'indication de la série d'émission à laquelle elles se réfèrent, ainsi qu'un numéro progressif qui sera apposé sur la filière à la demande du courtier par le préposé de la Commission qui en prendra note.

ART. 83.

Les ordres de visite sont négociables en Bourse jusqu'au septième jour après le jour de l'émission.

Ils pourront être échangés contre un ordre de visite portant une signature de satisfaction, mais chaque émission devra être

traitée séparément, de sorte qu'un ordre de visite d'une émission ne puisse être échangé que contre un ordre appartenant à la même émission.

ART. 84.

Les courtiers se réuniront de nouveau le huitième jour après l'émission des ordres de visite dans le local fixé. Ils prendront note des échanges qui auront été opérés à la suite des négociations éventuelles, pour mettre en rapport le client émetteur avec le client receveur définitif.

Le détenteur d'un ordre de visite est tenu de le renvoyer au courtier par lequel il a acheté. Au cas où, par suite d'une transaction, il lui serait offert, en échange de cet ordre, un autre ordre de visite portant une autre signature, il sera tenu de l'accepter à la seule condition qu'il soit émis conformément à l'article 77, qu'il appartienne à la même émission que l'ordre échangé et qu'il soit endossé avec responsabilité par l'émetteur de l'ordre de visite retiré.

ART. 85.

Les liquidations ordinaires ou extraordinaires suivront leurs cours habituels jusqu'au deuxième jour avant celui fixé pour l'émission de l'ordre de livraison et les différences seront réglées entre les émetteurs de l'ordre de visite et de la filière, tous les endosseurs et le dernier détenteur de la filière ou de l'ordre de visite.

Le Comité, en établissant les cours auxquels les susdites liquidations auront lieu, fixera également le prix de la filière.

ART. 86.

Le douzième jour après l'émission de l'ordre de visite, le client émetteur enverra l'ordre de livraison directement au dernier client receveur contre paiement de la facture établie sur la base du prix fixé à la dernière liquidation pour la graine de coton, majoré ou diminué de la différence établie par l'« Alexandria General Produce Association » pour la variété de la graine de coton mise à disposition.

ART. 87.

L'ordre de livraison devra porter le même numéro que l'ordre de visite et mentionner également le numéro progressif de la filière émise contre cet ordre.

L'ordre de livraison reproduira les indications portées sur l'ordre de visite en conformité avec l'article 77.

ART. 88.

En cas de non-exécution d'un contrat, soit par la non-émission de l'ordre de visite ou de l'ordre de livraison dans le délai fixé, soit par la non-livraison de la marchandise en temps dû, soit par le non-paiement de l'ordre de livraison, soit pour toute autre cause, l'opération sera extournée sur le marché par les soins de la Commission de la Bourse sur la demande du courtier intéressé et à ses risques et périls ; la partie en défaut sera responsable de la différence entre le prix de l'ordre de livraison et son prix d'extourne.

En aucun cas le courtier ne sera tenu de payer le montant de la valeur totale de la graine. Faute d'avis par écrit et préalable, donné par l'intéressé à la Commission de la Bourse dans les 24 heures après le jour fixé pour le paiement de l'ordre de livraison, la responsabilité du courtier pour le paiement de ces différences cessera. Chaque signataire de la filière sera responsable, en cas de non-paiement, envers son propre endosseur, dans l'ordre inverse de l'endossement et, en cas de non-livraison, envers son endossataire dans l'ordre des endossements.

ART. 89.

L'émetteur d'un ordre de visite a le droit de donner en échange au détenteur qui demande livraison un ordre de visite d'un autre signataire de la même émission et de la même variété en l'endossant avec sa responsabilité.

ART. 90.

S'il se fait dans la Corbeille des opérations sur des ordres de visite, les cours pratiqués devront être affichés au tableau de la cote.

ART. 91.

L'acheteur pourra réclamer l'ordre de livraison avant le jour fixé en payant le montant de la facture.

Le vendeur est tenu de présenter l'ordre de livraison contre paiement.

S'il en est requis avant une heure, il devra présenter l'ordre avant 5 heures p. m.

S'il en est requis après 5 heures, il pourra présenter l'ordre jusqu'au lendemain à midi.

ART. 92.

Si un ordre de livraison vient à être payé avant son échéance, le dernier titulaire de la filière correspondante devra notifier immédiatement, par écrit, à la Commission, que la filière a été réglée ; celle-ci notifiera le règlement de la filière par affichage en Bourse.

Dans le cas où la notification n'aurait pas été faite, la filière devra obligatoirement être comprise dans les liquidations.

ART. 93.

Le receveur est tenu de prendre livraison de la graine au plus tard le 10 du mois suivant, faute de quoi il sera tenu de payer les indemnités fixées dans la note-contrat.

Le livreur aura en outre le droit de se pourvoir devant le Juge des Référés pour faire procéder d'urgence à l'enlèvement des graines de coton vendues et non retirées dans le délai fixé ci-dessus.

D'autre part, le vendeur est tenu de livrer au receveur une quantité de 4.000 ardebs par jour, au minimum.

Le vendeur ne pourra jamais être tenu de livrer plus de 4.000 ardebs par jour, quel que soit le nombre de receveurs.

Au cas où il y aurait plusieurs receveurs, pour une quantité supérieure à 4.000 ardebs, la quantité à livrer sera alors répartie entre les divers receveurs proportionnellement à la quantité dont ils sont porteurs.

ART. 94.

Au cas où il serait établi que l'émetteur de la filière ne posséderait pas effectivement la quantité de graines de coton à livrer, ou que la marchandise se trouvant gagée aurait été vendue dans le consentement du créancier gagiste, l'acheteur aura la faculté de faire extourner l'opération par les soins de la Commission et la différence entre le prix de l'ordre de livraison et celui de l'extourne sera supportée par la partie en faute.

L'émetteur convaincu d'avoir sciemment commis une pareille contravention sera rayé de la liste des membres adhérents.

ART. 95.

Les filières seront conservées aux archives de la Commission, en vue de la constatation des responsabilités.

Les formules des filières ne pourront être vendues que par la Commission et devront porter son timbre.

CHAMBRE DE COMPENSATION (CLEARING HOUSE)

ART. 96.

Il est créé auprès de la Bourse des marchandises, à Alexandrie, une Chambre de Compensation (Clearing House) où il sera procédé aux époques ci-après fixées à la compensation des créances et dettes résultant des liquidations ordinaires et extraordinaires entre les courtiers ou entre courtiers et membres adhérents.

Le service de cette Chambre de Compensation sera confié à un établissement de crédit d'Alexandrie choisi par la Commission.

ART. 97.

Tous les membres de la Bourse, courtiers ou membres adhérents, devront être membres de la Chambre de Compensation.

Tout courtier, ou membre, qui se retirerait de la Bourse et, par suite, de la Chambre de Compensation, devra donner un préavis de quinze jours à la Commission.

Cet avis sera affiché à la Bourse et les courtiers intéressés inviteront le démissionnaire à transférer ses positions, faute de quoi, ils auront le droit, en donnant avis à la Commission et sous sa surveillance, de liquider ses positions à la Corbeille.

ART. 98.

Le membre de Clearing, créancier d'un solde en liquidation, aura à envoyer au débiteur une seule facture détaillée, d'après le modèle adopté par la Commission.

Cette facture devra être remise le surlendemain de l'affichage du cours de compensation ordinaire et le lendemain de l'affichage du cours de compensation extraordinaire (dimanche et jours fériés exceptés), au plus tard à 1 h. p. m. Le débiteur en reconnaîtra immédiatement l'exactitude par le renvoi de la fiche d'approbation jointe à la facture, munie de son timbre.

En cas d'erreur, la vérification devra s'effectuer dans le courant de la journée afin que l'on soit en mesure de remettre à la Chambre de Compensation, le surlendemain du jour de l'affichage des cours de compensation ordinaire et le lendemain du jour de l'affichage du cours de compensation extraordinaire et au plus tard à 5 heures de l'après-midi, un bordereau détaillé de tous les débiteurs et créanciers en liquidation, c'est-à-dire que tous les membres devront présenter à la Chambre de Compensation leur bordereau en y joignant les fiches d'approbation des factures passées à leur crédit, comme pièces justificatives. Le montant dû par le débiteur en liquidation sera versé avant midi à la Chambre de Compensation le troisième jour ouvrable, pour les liquidations ordinaires, et le deuxième jour ouvrable, pour les liquidations extraordinaires ; le membre

créditeur encaissera son solde de la Chambre de Compensation l'après-midi du même jour.

En cas de défaillance d'un courtier, le règlement se fera conformément aux dispositions des articles 29 à 33.

ART. 99.

Le client qui ne fait pas partie de la Chambre de Compensation est tenu de verser à son courtier le solde dû par lui en liquidation, la veille, au plus tard, du jour fixé pour le paiement et n'encaissera les différences pouvant lui revenir que le lendemain du jour du paiement. Il est interdit au courtier d'enfreindre cette disposition sous peine de suspension, pour la première infraction, et de radiation, pour la seconde.

ART. 100.

1^o Les certificats d'approbation des comptes des membres du Clearing devront être classés dans l'ordre nominatif du bordereau présenté à la Chambre de Compensation.

2^o Le solde de chaque bordereau sera inscrit en piastres et millièmes.

ART. 101.

Les bordereaux de liquidation, les certificats d'approbation de factures et les fiches, dûment vérifiés, devront être épinglés ensemble et remis à la Chambre de Compensation la veille du jour du paiement de la liquidation, avant 5 heures p. m., même si le bordereau se solde sans différence à payer ou à encaisser de la Chambre de Compensation.

Sur toutes ces pièces sera apposé un timbre, indiquant en gros caractères, bien lisibles, le nom du membre du Clearing.

ART. 102.

Toute infraction à l'une quelconque des dispositions ci-dessus rendra le membre du Clearing passible d'un avertissement ou d'une amende à fixer par la Commission, suivant la gravité du cas.

LES NOTES-CONTRATS

ART. 103.

Les notes-contrats visées par l'article 46 du Règlement général de la Bourse des marchandises à terme seront rédigées conformément aux formules annexées au présent règlement.

Ces formules portent, au recto, une énumération des conditions de la vente et de l'achat, pour ce qui concerne les rapports du courtier et du client depuis la naissance de l'opération jusqu'à la livraison.

Au verso sont imprimées les conditions relatives à la livraison et à la réception de la marchandise, et aux contestations qui pourraient naître à ce sujet.

La première partie de la note est rédigée par les soins de la Commission de la Bourse; la seconde, par ceux de l'« Alexandria General Produce Association ».

Chacune de ces institutions pourra modifier la partie de la note dont la rédaction est confiée à ses soins, mais, pour ce faire, elle devra préalablement soumettre à l'autre son projet de modification; le projet sera examiné par la Commission ou par l'« Alexandria General Produce Association », suivant le cas, et celle des deux institutions qui aura été consultée transmettra à l'autre son avis motivé.

Si les deux institutions sont d'accord, la Commission de la Bourse, après avoir consulté l'Assemblée générale des courtiers et des membres adhérents, soumettra les modifications projetées à l'approbation du Ministère des Finances par l'intermédiaire du Commissaire du gouvernement.

Dans le cas contraire, celle des deux institutions dont les propositions n'auront pas été acceptées pourra soumettre, par le même canal, la question audit Ministère qui statuera.

ART. 104.

Les changements apportés à la formule ne pourront viser que des opérations à faire pour des échéances postérieures à celles pour lesquelles il y aurait des opérations cotées.

ART. 105.

Les opérations entre courtiers ou entre courtiers et jobbers seront confirmées par un bordereau suivant formule annexée au présent Règlement intérieur et dans lequel doivent être comprises toutes les opérations faites dans la journée.

Toutes les formules annexées au présent règlement sont émises et vendues par la Commission. Elles doivent porter son timbre.

L'emploi d'une formule ne portant pas le timbre de la Commission sera passible d'une amende de L. E. 1 à L. E. 50 pour chaque infraction.

ALLOCATION DU COMMISSAIRE DU GOUVERNEMENT

ART. 106.

La contribution à verser annuellement au gouvernement, pour assurer le service du Commissariat, est fixée à L. E. 400.

DISPOSITIONS TRANSITOIRES

ART. 107.

Les membres de la Bourse, jobbers et commis principaux inscrits à la date de la publication du présent règlement intérieur sont dispensés du paiement du droit d'entrée prévu à l'article 18 dudit règlement.

ART. 108.

Le nombre des jobbers et commis principaux, qui, en vertu de l'article 79 du Règlement général, seront maintenus sur la liste les concernant, pourra provisoirement excéder le maximum prescrit par l'article 3 du présent Règlement intérieur, mais ce nombre devra être ramené dans les limites fixées par ledit article 3 au fur et à mesure que des vacances se produiront.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
PRÉFACE.....	V
BIBLIOGRAPHIE	1
QUELQUES TERMES ET ABRÉVIATIONS.....	15
INTRODUCTION	17

PREMIÈRE PARTIE : GÉNÉRALITÉS

CHAPITRE PREMIER : <i>Origines des Bourses, Marchés, Foires et Bourses</i>	31
CHAPITRE II : <i>Rôle économique et fonctions des Bourses</i>	44
§ 1 : Placement des produits et valeurs.....	46
§ 2 : L'exacte détermination des prix.....	48
§ 3 : Nivellement de prix.....	51
A : Le marché à terme tend à régulariser le cours dans le temps	53
B : Le marché à terme tend à égaliser le cours dans l'espace	53
CHAPITRE III : <i>La spéculation en Bourse</i>	56
<i>Section I</i> : La spéculation en général....	56
<i>Section II</i> : La spéculation à la hausse et la spéculation à la baisse	59
<i>Section III</i> : Le rôle économique et social de la spéculation.	69
§ 1. Stimulant pour le placement des capitaux.....	70
§ 2. Avertissement des événements futurs.....	71
<i>Section IV</i> : Le procès de la spéculation : avantages attribués et critiques adressées.....	74

DEUXIÈME PARTIE : HISTORIQUE ET RÉGLEMENTATION

	Pages
CHAPITRE PREMIER : <i>Historique de Bourses égyptiennes</i>	91
Section I : Caractéristiques générales	91
Section II : La Bourse du Caire	94
Section III : La Bourse d'Alexandrie	101
CHAPITRE II : <i>La situation des places du Caire et d'Alexandrie avant la loi des Bourses</i>	108
Section I : Floraison des entreprises	109
Section II : La fièvre spéculative et le krach de 1907..	113
Section III : Épilogue et enseignement	122
CHAPITRE III : <i>L'organisation des Bourses égyptiennes selon les projets de réforme. Les dispositions nouvelles du Code de commerce et les nouveaux règlements boursiers</i>	127
Section I : Généralités.....	127
Section II : Dans quelles circonstances la Commission de la Réforme fut saisie de la question Requête du Commerce d'Alexandrie	130
Section III : Position de la question devant la Sous-Commission. Projets, suggestions et discussions.....	138
§ 1. Projet primitif du gouvernement.....	138
§ 2. Projet Vercamer	140
§ 3. Second projet du gouvernement	145
§ 4. Les dispositions nouvelles.. ..	147
Section IV : Les conséquences doctrinales de la réforme...	150
Section V : Les conséquences immédiates de la loi. Le marasme sur le marché financier.....	157
Section VI : Le schisme entre la Bourse des marchandises et celle des valeurs en matière de réglementation.....	161
CHAPITRE IV : <i>La Bourse « libre » du disponible</i>	164
Section I : L'« Alexandria General Produce Association » et la Bourse de Minet El-Bassal.....	164
Section II : Anomalie de la situation	169

TROISIÈME PARTIE : ORGANISATION

	Pages
CHAPITRE PREMIER : <i>Le public de la Bourse</i>	176
<i>Section I</i> : Le marché des valeurs.. ..	176
<i>Section II</i> : Le marché des marchandises et des produits..	180
CHAPITRE II : <i>Composition de la Bourse</i>	186
Membres adhérents et membres actifs.....	186
CHAPITRE III : <i>Les intermédiaires</i>	191
<i>Section I</i> : Les courtiers et agents de change.....	191
§ 1. Liberté de la profession.....	195
§ 2. Admission	209
§ 3. Les corporations des courtiers et des agents de change	222
<i>Section II</i> : Les auxiliaires.....	223
§ 1. Commis principaux et remisiers	225
§ 2. Jobbers	229
CHAPITRE IV : <i>Droits des intermédiaires</i>	236
<i>Section I</i> : Droits de courtage	286
<i>A</i> : Pour les marchandises	237
<i>B</i> : Pour les valeurs	239
<i>Section II</i> : Couverture et exécution	243
CHAPITRE V : <i>Obligations des intermédiaires</i>	250
<i>Section I</i> : Documents à tenir.....	250
<i>Section II</i> : Obligation de ne pas faire le commerce.....	253
<i>Section III</i> : L'incitation à la spéculation	256
<i>Section IV</i> : Obligation de ne pas se constituer contre- partie	257
§ 1. La jurisprudence antérieure	258
§ 2. La question devant la Commission de la Réforme	260
§ 3. Le système de la loi des Bourses et les règlements boursiers.....	261
§ 4. L'exception de contre-partie et la pratique des arrêtés	267

	Pages
CHAPITRE VI : <i>Responsabilité des intermédiaires</i>	271
CHAPITRE VII : <i>La caisse commune de garantie</i>	274
§ 1. Utilité	274
§ 2. Constitution	276
§ 3. Affection.....	277
§ 4. Gestion	279
CHAPITRE VIII : <i>Direction et contrôle de la Bourse</i>	281
<i>Section I</i> : Commission de la Bourse.....	281
§ 1. Élection et organisation de la Commission. Critique au point de vue de la pratique.....	281
§ 2. Pouvoirs de la Commission :	287
1 ^o Pouvoirs administratifs	287
2 ^o Pouvoirs contentieux. Conseil de discipline, Tri- bunal Arbitral et Tribunal des Conflit.....	293
<i>Section II</i> : L'Assemblée générale	302
<i>Section III</i> : Commissaires du gouvernement	304
<i>Section IV</i> : Administration intérieure de la Bourse...	307
§ 1. Fréquentation de la Bourse]......	307
§ 2. Police de la Bourse	308
§ 3. Horaire et jours des séances	309
§ 4. Cotes officielles	311
QUATRIÈME PARTIE : <i>FONCTIONNEMENT</i>	
CHAPITRE PREMIER : <i>Exposé général sur la technique des opéra- tions de Bourse</i>	319
<i>Section I</i> : Les opérations de Bourse. La distinction entre marché au comptant et marché à terme. Marché effectif.	319
<i>Section II</i> : Les marchés à terme de Bourse : Leur vraie nature économique, la notion juridique de fongibilité ; marchés à livrer	324
<i>Section III</i> : Les diverses modalités des marchés à terme.	328
§ 1. Le marché ferme	329
§ 2. Le marché à prime.....	331
§ 3. Le report	335

	Pages
CHAPITRE II : <i>Le régime légal du marché à terme en France</i>	343
<i>Section I</i> : Le système antérieur à la loi du 28 mars 1885.	344
<i>Section II</i> : La loi du 28 mars 1885	354
<i>Section III</i> : Les propositions de réforme	359
CHAPITRE III : <i>Le marché à terme en Égypte avant la loi du 8 novembre 1909</i>	363
<i>Section I</i> : La véritable nature du marché à terme à cette époque	363
<i>Section II</i> : Les marchés à terme et l'exception de jeu. Étude de la jurisprudence	371
<i>Section III</i> : Les abus du système jurisprudentiel	379
CHAPITRE IV : <i>Les projets de réforme</i>	384
<i>Section I</i> : Le projet du Gouvernement	385
<i>Section II</i> : La proposition Vercamer	392
CHAPITRE V : <i>La loi du 8 novembre 1909. Sa véritable portée.</i>	403
CHAPITRE VI : <i>Fonctionnement du marché à terme</i>	409
<i>Section I</i> : Conclusion de l'opération à terme.....	409
<i>Section II</i> : La liquidation par filière.....	415
<i>Section III</i> : Mesures prises en vue de parer à l'inexécution du contrat	421
§ 1. Procédés autorisés par les règlements.....	421
§ 2. La caisse de liquidation dans les Bourses étrangères. La nécessité de l'introduire dans notre Bourse.	422
CHAPITRE VII : <i>Règlement du marché au comptant des valeurs</i> ...	425
<i>Section I</i> : Délais de livraison et de payement	425
<i>Section II</i> : Mode de livraison et de payement entre agents de change. Le Clearing-House.....	427
CHAPITRE VIII : <i>Physionomie d'ensemble du marché d'Alexandrie.</i>	431
§ 1. Les intérêts adverses de la filature	433
§ 2. L'action insuffisante du terme sur les cours.....	434
§ 3. Le fléchissement annuel des cours du terme.....	436
§ 4. Les arbitrages entre Alexandrie et Liverpool....	437

CONCLUSION

	Pages
<i>RÉFORMES ADOPTÉES ET RÉFORMES PROJETÉES</i>	443
APPENDICE I : <i>La campagne antitermiste à l'étranger</i>	459
§ 1. Origine de la campagne	459
§ 2. Angleterre	462
§ 3. Espagne	463
§ 4. Italie	464
§ 5. Belgique	464
§ 6. Allemagne	467
§ 7. Suisse	473
§ 8. Argentine	474
APPENDICE II : <i>Les marchés à terme et le droit international privé</i>	475

ANNEXES

I. Loi du 8 novembre 1909 portant modification du Code de commerce	483
II. Décret du 25 juillet 1916 imposant un droit de timbre sur les opérations à terme à la Bourse des marchandises.	486
III. Règlement général pour les Bourses des marchandises à terme. (Approuvé par décret en date du 5 novembre 1927 et modifié par décret en date du 9 mars 1928.)	488
IV. Règlement intérieur de la Bourse des marchandises d'Alexandrie. (Approuvé par arrêté ministériel en date du 7 décembre 1927.)	519
V. Notes-contrats, Formules	519

